非银金融

证券研究报告
2020 年 09 月 08 日

蚂蚁集团：从支付工具到数字金融服务体系

蚂蚁集团：起步于 2004 年成立的支付宝，多年来在互联网金融领域不断深耕布局，从支付工具起步，逐步构建全数字金融服务体系。

战略之一：构建数字支付体系，打造数字金融科技平台

数字支付：支付宝作为引流入口，构建丰富场景生态

受市场饱和监管政策限制，第三方支付市场增速放缓；大额非消费性付款市场、中小商户支付市场仍具较大发展潜力，**未来预计行业保持平稳发展。**蚂蚁以支付宝为核心，发挥支付的连接职能与流量优势，拓展数字金融“点线面”布局，构建一站式综合数字金融体系。

盈利来源：收入=商业交易规模*交易服务费率+金融交易及个人交易规模*手续费率+商家服务费。To B 端线上+线下多场景覆盖，加速商家数字化转型。To C 端支付宝持续优化支付功能，并添加社交元素不断提高用户粘性；截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，通过公司平台完成的总支付交易规模达到 118 万亿元。

竞争格局：第三方移动支付市场支付宝和财付通占绝对优势，呈双寡头竞争格局，合计市场份额超过 90%。支付宝植根于阿里系电商平台，活跃规模扩张增速高于行业水平。财付通受益于腾讯系社交平台，具有社交支付的高频优势，日均交易笔数远超支付宝。

微贷科技平台：促进消费信贷，服务普惠金融

“To C + To B”双向开展融资业务：收入=消费信贷及小微经营者信贷余额*利率*技术服务费率。蚂蚁是我国最大的线上消费信贷和小微经营者信贷科技服务商，To C 端通过花呗、借呗满足用户消费信贷需求，利用 ABS 降低资金成本，To B 端网商银行深入服务“小微+三农”用户。截至 2020 年 6 月末，公司微贷科技平台促成的消费信贷余额为 1.73 万亿元，小微经营者信贷余额为 4217 亿元，为约 5 亿用户、超过 2000 万小微经营者提供消费信贷服务。

理财科技平台：建设开放理财平台，大力发展基金销售

以余额宝、余利宝为主体的多元理财产品匹配平台：收入=资产管理规模*技术服务费率。to c 端以余额宝为重点开发各类普惠理财产品，to b 端以余利宝为主助力小微企业发展，并通过子公司天弘基金、蚂蚁基金销售来加强资产管理业务，大力拓展基金销售渠道，促进“大理财”业务规模增长。作为中国最大的线上理财平台，截至 2020 年 6 月 30 日，通过公司平台所管理的资产总金额达到 4.10 万亿元；公司与约 170 家资产管理公司合作，为用户提供了 6000 多种产品。

保险科技平台：多业务协同赋能，助力创新保险产品

借助平台流量优势，大力促进保险业务发展：收入=金融机构合作伙伴收取的保费*技术服务费率+相互宝项目参与用户支付的分摊金额*技术服务费率。公司保险科技业务主要包括相互宝和蚂蚁保险两大模块。1）相互宝：用户规模是网络互助平台主要赢利点，管理费收入=用户规模×赔付率×案均赔付金额×固定费率，目前相互宝累计互助金规模达到 89 亿元。2）蚂蚁保险：为保险消费者和保险机构提供购买和销售的网络中介平台，采取保险超市模式，公司平台促成的保费及分摊金额达 518 亿元。3）众安在线：持股众安，布局互联网保险公司运营。

数据征信：芝麻信用构建商业社会基础设施

芝麻信用覆盖征信市场长尾用户，渗透金融与生活场景，大力补充传统征信。两大发展主线：1）作为蚂蚁集团生态圈的底层平台支持支付、信贷、风控

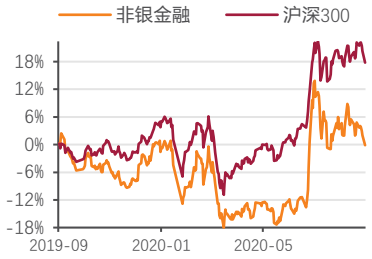
投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

夏昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com
周颖婕 联系人
zhouyingjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《非银金融-行业投资策略:非银研究框架》 2020-08-17
2 《非银金融-行业点评：“接管”将加速金融业集中，结构优化浪潮已至》 2020-07-19
3 《非银金融-行业研究周报:信用环境延续宽松，非银板块估值有望继续提振》 2020-07-12

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

等业务；2）作为技术输出的内容之一，打造“征信+”模式为产业赋能，建设商业信用社会的基础设施。

战略之二：布局海外投资，建设全球支付网

积极拓展海外布局，构建全球数字支付体系。目前全球已有 56 个国家及地区商户可受理支付宝线下支付业务，开拓了 10 个本地电子钱包市场（“9+1”布局）。截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，通过公司平台处理的国际总支付交易规模达 6219 亿元。

战略之三：铺设科技输出，赋能产业发展

蚂蚁集团正处于从 Fintech 向 Techfin 的转型期，具备“BASIC”的科技核心，主要业务聚焦科技产品及解决方案输出，目前已经形成了以数字金融、区块链、监管科技三大领域为主的技术产品与解决方案。1）数字金融：提供定制化解决方案，助力新金融转型升级。其主要依托与阿里云强强联手孵化的金融分布式架构 SOFAStack、移动开发平台 mPaaS、分布式关系数据库 OceanBase 等产品。2）区块链：正式升级为蚂蚁链，日“上链量”超 1 亿次。3）监管科技：建立智能监管科技系统。

风险提示：监管政策风险、业务开拓不及预期、跨境业务风险、技术基础设施风险

内容目录

1. 蚂蚁集团：依托阿里背景，打造核心竞争力 9

1.1. 发展历程：从支付工具到数字金融科技平台 9

1.2. 融资历程：融资助力业务发展，“A+H”同步发行上市 10

1.3. 股权结构：以阿里系背景作支撑，为长期稳定合作奠定基础 11

1.4. 公司经营状况：业绩表现持续向好，不断加大研发投入 12

1.5. 竞争优势 15

1.5.1. 一体化生态系统网络效应显著，降低获客成本 15

1.5.2. 受益于阿里协同效应，广覆盖信息优势积累沉淀 15

1.5.3. 技术优势构筑护城河 17

1.5.4. 深厚行业积累优势，与金融机构合作共赢 17

蚂蚁集团战略之一：构建数字支付体系，打造数字金融科技平台 18

2. 数字支付：支付入口引流，完善场景生态 18

2.1. 市场情况：行业规模持续增长，监管下风险收益并存 18

2.1.1. 行业规模：第三方支付产业近年增速放缓，预计未来保持稳健增速 18

2.1.2. 行业监管：谨慎中带有包容，合规为产业发展首要之中 21

2.2. 商业模式：优化数字支付功能，积累丰富用户洞察 23

2.2.1. 提供数字支付服务，支持多种交易方式 23

2.2.2. 助力数字商家服务，打造闭环产业链 24

2.2.3. 发展战略：以支付宝为核心，拓展数字金融“点线面”布局 25

2.3. 盈利模式：“个人+商家”双向开展业务，开拓商业服务费增量 26

2.3.1. 国内商业交易服务费 28

2.3.2. 跨境商业交易服务费 29

2.3.3. 金融交易及个人交易手续费 29

2.3.4. 商家服务费 29

2.3.5. 备付金利息收入 30

2.4. 市场竞争：支付宝财付通双寡头，行业竞争格局基本稳定 30

3. 数字金融科技平台 33

3.1. 微贷科技平台：促进消费信贷，服务普惠金融 33

3.1.1. 战略模式：“To C + To B”双向开展融资业务 33

3.1.1.1. To C 端：花呗借呗推动消费信贷浪潮 33

3.1.1.2. To B 端：网商银行促进企业融资，探索互联网普惠金融 35

3.1.2. 盈利模式：消费金融收入来源多样，网商银行净息差排名领先 37

3.1.2.1. 消费金融市场呈三足鼎立竞争格局 37

3.1.2.2. 蚂蚁花呗/借呗：资金去向高收益，资金来源控成本 40

3.1.2.3. 网商银行：净息差行业领先，深入服务“小微+三农”用户 44

3.2. 理财科技平台：建设开放理财平台，大力发展基金销售 46

3.2.1. 财富管理行情：线上理财需求旺盛，供给端标准化提高 46

3.2.1.1. 居民可投资资产快速增长，各类理财需求旺盛 46

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

3.2.1.2. 线上理财产品发展迅速，产品标准化程度高.....46
3.2.2. 战略模式：以余额宝、余利宝为主体的多元理财产品匹配平台.....47
3.2.2.1. To C 端：以余额宝为重点的各类普惠理财产品.....47
3.2.2.2. To B 端：以余利宝助力小微经营者发展.....49
3.2.3. 盈利模式：自营业务+开放理财平台双渠道盈利.....50
3.2.3.1. 自营业务：资产管理及服务费.....50
3.2.3.2. 开放平台：技术服务费.....50
3.2.4. 基金子公司：积极布局资产管理业务，大力拓展基金销售渠道.....51
3.2.4.1. 天弘基金：资产管理端.....51
3.2.4.2. 蚂蚁基金销售：财富管理销售端.....53
3.3. 保险科技平台：多业务协同赋能，助力创新保险产品.....54
3.3.1. 相互宝：网络互助业务，用户规模快速增长.....54
3.3.2. 蚂蚁保险：保险板块主要盈利点.....58
3.3.3. 众安在线：聚焦健康生态，承保端盈利显著改善.....60
4. 数据征信：芝麻信用构建商业社会基础设施.....61
4.1. 征信产业行情：传统征信体系覆盖有限，个人征信发展受限.....61
4.2. 业务模式：解决商业场景不信任问题，让信用创造财富.....62
4.2.1. 业务定位一： TechFin 生态圈的中层设计，承接蚂蚁集团多点布局.....63
4.2.2. 业务定位二：商业社会的基础设施，输出技术赋能产业.....64
4.3. 盈利模式：由金融变现到技术输出变现.....65
4.3.1. 基础企业征信：收取征信产品服务费、平台接口调用费.....65
4.3.2. 信用衍生服务：在信用评估基础上收取增值服务费.....66
4.3.3. 技术输出服务：增加技术壁垒，收取数据技术费用与数据平台搭建费用.....66
4.3.4. 开放平台服务：收取通道服务费，创造非现价值.....66
蚂蚁集团战略之二：布局海外投资，建设全球支付网.....66
5. 全球化：构建全球数字支付体系.....66
5.1. 积极布局海外投资，形成“9+1”电子支付网络.....67
5.2. 推广跨境支付业务，支持多种消费模式.....68
蚂蚁集团战略之三：铺设科技输出，赋能产业发展.....69
6. 科技输出：未来的主力业务，为客户提供多样化的产品与解决方案.....69
6.1. 数字金融：助力金融机构向新金融转型升级.....70
6.2. 区块链：始于区块、链接产业，上链量或将成为衡量数字经济的重要指标.....71
6.3. 监管科技：以科技的力量提供全新的监管方式.....72

图表目录

图 1：蚂蚁集团发展历程.....10
图 2：蚂蚁集团融资历程.....11
图 3：蚂蚁集团股权结构（截至 2020 年 8 月 25 日）.....12
图 4：蚂蚁集团总资产及归母净资产（亿元）.....13
图 5：蚂蚁集团营业收入及归母净利润（亿元）.....13

图 6：营业收入分产品及服务类别构成（亿元）.....13
图 7：数字金融科技平台收入构成（亿元）.....13
图 8：支付宝 APP 月度活跃用户（亿）.....14
图 9：数字支付-总支付交易规模（万亿元）.....14
图 10：数字金融科技平台各业务规模（亿元）.....14
图 11：蚂蚁集团研发费用及其占营业收入比重（亿元，%）.....15
图 12：淘宝及支付宝钱包 APP 活跃用户数（亿人）.....15
图 13：阿里巴巴集团业务布局.....16
图 14：2017-2019 阿里巴巴集团股权激励费用（百万元）.....16
图 15：蚂蚁集团员工持有的尚未归属的限制性股份单位和尚未行使的期权对应的阿里巴巴集团股份数（万股）.....16
图 16：阿里巴巴集团研发支出及占营业收入比重（亿美元，%）.....17
图 17：蚂蚁集团的 “BASIC” 技术.....17
图 18：蚂蚁集团金融版图.....18
图 19： 2013-2019 年第三方支付市场规模.....19
图 20： 2013-2019 年第三方移动支付市场规模.....19
图 21：2013-2019 年手机上网用户数量增速.....19
图 22：商户渗透率比较（万户）.....19
图 23：2016-2019 年个体工商户占比均在 67%左右.....20
图 24：2016-2019 年个体工商户同比增速保持 10%以上增长.....20
图 25：数字金融支付市场交易规模.....21
图 26：第三方移动支付监管政策对支付宝发展的影响.....22
图 27：支付宝支持多种支付交易方式.....23
图 28：支付宝生活场景应用.....24
图 29：蚂蚁森林运营模式.....24
图 30：支付宝 IoT 平台模式.....25
图 31：支付宝+餐饮解决方案.....25
图 32：支付宝打造闭环产业链.....25
图 33：支付宝的功能定位.....26
图 34：支付宝金融自循环结构.....26
图 35：数字支付-总支付交易规模（万亿元）.....27
图 36：数字支付与商家服务营收及同比增速（亿元，%）.....27
图 37：阿里向蚂蚁集团及其关联方支付服务费和费率（亿元，%）.....27
图 38：支付宝收入模式.....28
图 39：第三方互联网支付交易规模及其同比增速.....31
图 40：2019 年 Q4 第三方互联网支付市场份额.....31
图 41：第三方移动支付市场规模及其同比增速.....31
图 42：2019 年 Q4 第三方移动支付市场份额.....31
图 43：移动互联网和支付宝月活跃规模同比增长率.....31
图 44：2019 年不同支付平台日均交易笔数（亿笔）.....32
图 45：2001-2019 年社会消费品零售总额及其同比（万亿元）.....33

图 46：我国消费信贷行业规模（万亿元）.....34
图 47：2019 年消费信贷余额占现金与存款规模比较（%）.....34
图 48：蚂蚁花呗服务介绍.....34
图 49：蚂蚁借呗服务介绍.....34
图 50：蚂蚁花呗应用场景布局.....35
图 51：中国单笔金额低于 50 万元的小微经营者贷款余额（万亿元）.....35
图 52：网商贷介绍.....36
图 53：旺农贷介绍.....36
图 54：微贷科技平台促成的信贷余额（亿元）.....37
图 55：微贷科技平台收入及同比增速（亿元，%）.....37
图 56：我国信用卡和借贷合一卡人均持卡量（张）.....38
图 57：2008 年至今信用卡期末信贷总额（万亿元）.....38
图 58：支付宝钱包及京东金融 APP 活跃用户数（万人）.....38
图 59：截至 2019H1 主要消费金融公司总资产（亿元）.....39
图 60：蚂蚁小微营业收入及净利润（亿元）.....40
图 61：蚂蚁商诚营业收入及净利润（亿元）.....40
图 62：蚂蚁小微收入结构（亿元）.....40
图 63：蚂蚁商诚收入结构（亿元）.....40
图 64：蚂蚁小微发行 ABS 数量及规模.....42
图 65：蚂蚁商诚发行 ABS 数量及规模.....42
图 66：2017-2019 公司平台促成的消费信贷余额逾期率.....43
图 67：2020 公司平台促成的消费信贷余额逾期率.....43
图 68：2020 消费信贷历史批次 M1+逾期率.....43
图 69：2015-2019 年网商银行各项资产情况（亿元）.....44
图 70：2015-2019 年网商银行收入结构（亿元）.....44
图 71：2019 年网商银行、微众银行与上市银行净息差排序.....44
图 72：2017-2019 公司平台促成的小微经营者信贷余额逾期率.....45
图 73：2020 年公司平台促成的小微经营者信贷余额逾期率.....45
图 74：2020 年小微经营者信贷历史批次 M1+逾期率.....45
图 75：中国个人可支配收入（万亿）.....46
图 76： 中国居民可投资收入（万亿）.....46
图 77：中国个人可投资资产构成.....46
图 78：现金及存款占个人可投资资产的比例.....46
图 79：中国移动互联网用户数量（亿）.....47
图 80：2019 年移动互联网用户渗透率比较.....47
图 81：公募基金规模（亿元）.....47
图 82：理财人群投资周期偏好.....48
图 83：理财金额分布.....48
图 84：客户使用蚂蚁服务情况.....48
图 85：余利宝产品介绍.....49
图 86：余利宝应用案例一览.....49

图 87：理财科技平台促成的资产管理规模（亿元）.....50
图 88：理财科技平台营业收入及增速（亿元）.....50
图 89：科技平台促成的资产规模（亿元）.....51
图 90：天弘基金股权结构图.....51
图 91：蚂蚁基金销售股权结构图.....51
图 92：天弘基金管理规模及基金数量.....52
图 93：天弘基金管理不同类型基金规模占比.....52
图 94：天弘基金经营业绩.....52
图 95：天弘余额宝规模.....53
图 96：天弘余额宝与华夏财富宝 7 日年化收益率对比.....53
图 97：蚂蚁基金销售营业总收入及同比增速.....53
图 98：蚂蚁基金销售归母净利润及同比增速.....53
图 99：保险科技平台收入及同比增速（亿元，%）.....54
图 100： 蚂蚁集团促成的保费及分摊规模（亿元）.....54
图 101：2019 年至今相互宝参与人数（万人）.....56
图 102：2019 年至今相互宝公示金额及公示人数.....56
图 103：网络互助行业市场占有率.....57
图 104：2019 年至今网络互助平台 Top 4 用户数变化（万人）.....57
图 105：2017 年-2020H1 蚂蚁保险促成的保费规模（亿元）.....58
图 106：2014-2020H 众安保险五大生态业务的保费占比.....61
图 107：人民银行征信中心个人征信收录自然人数量（亿人）.....62
图 108：人民银行征信中心企业征信覆盖情况.....62
图 109：中美信用卡渗透率对比（亿）.....62
图 110：中美消费信贷规模对比（万亿 RMB，汇率=6.5）.....62
图 111：芝麻信用运作模式.....62
图 112：中国移动支付用户规模.....63
图 113：蚂蚁集团 TechFin 生态.....63
图 114：2017 年小微企业最终产品与服务价值占比.....64
图 115：2017 年小微企业纳税占比.....64
图 116：中国金融机构小微企业贷款余额占金融机构企业贷款余额比.....64
图 117：芝麻信用盈利模式.....65
图 118：蚂蚁集团营业收入分地区构成.....66
图 119：蚂蚁集团全球化布局.....67
图 120：本地电子钱包已形成“9+1”布局.....67
图 121：用户端跨境支付情况.....69
图 122：商户端可受理跨境业务情况.....69
图 123：蚂蚁集团通过持续的科技创新，引领普惠金融的发展.....70
图 124：金融分布式架构 SOFAStack 的整体产品架构.....71
图 125：证券交易监管核查解决方案的业务架构.....72

表 1：蚂蚁集团持有牌照一览（截至 2020 年 8 月 25 日）.....10

表 2：蚂蚁集团前十大股东（截至 2020 年 8 月 25 日）.....12
表 3：银行设置支付宝单日交易额度.....19
表 4：工商银行个人跨行转账与支付宝个人转账费率对比.....20
表 5：关于第三方支付产业的监管政策.....21
表 6：支付宝数字支付业务适用的产业政策.....23
表 7：商家支付业务收费标准.....28
表 8：个人转账提现收费标准.....29
表 9：支付机构客户备付金相关政策规定.....30
表 10：支付宝和财付通业务对比.....32
表 11：数字金融科技平台基本情况一栏.....33
表 12：花呗、借呗产品特征.....34
表 13：网商银行主要贷款产品.....36
表 14：消费金融市场竞争格局.....37
表 15：蚂蚁花呗和京东白条业务对比.....39
表 16：24 家持牌消费金融公司.....39
表 17：蚂蚁花呗还款手续费率一览表.....41
表 18：2020 年花呗 ABS 发行情况（截至 2020 年 7 月 24 日）.....42
表 19：2020 年借呗 ABS 发行情况（截至 2020 年 7 月 24 日）.....43
表 20：网商贷、旺农贷对应计价规则.....44
表 21：余利宝产品性质.....50
表 22：余额宝费率一览.....50
表 23：蚂蚁集团保险产品.....54
表 24：传统保险和网络互助模式比较.....55
表 25：部分主要网络互助平台的收费模式.....55
表 26：相互宝互助计划一览.....57
表 27：蚂蚁保险主要代销产品一览.....58
表 28：众安在线股权结构.....60
表 29：众安保险的五大生态以及对应产品.....60
表 30：2015-2020H 众安保险五大生态业务的保费增速.....61
表 31：芝麻信用个人征信业务.....64
表 32：9 个境外本地电子钱包合作伙伴.....67
表 33：蚂蚁集团数字金融领域产品与解决方案.....70
表 34：蚂蚁集团区块链领域产品与解决方案.....71
表 35：蚂蚁集团监管科技领域产品与解决方案.....73

1. 蚂蚁集团：依托阿里背景，打造核心竞争力

蚂蚁集团起步于 2004 年成立的支付宝，十多年来在互联网金融领域不断深耕布局，现已构建数字支付体系及“微贷科技、理财科技、保险科技”三大平台。脱胎于阿里巴巴集团，从 2011 年起独立运营，2014 年 6 月公司法律主体浙江阿里更名为“浙江蚂蚁小微金融服务集团有限公司”。2016 年 12 月变更设立为股份公司，更名为“浙江蚂蚁小微金融服务集团股份有限公司”。2020 年 7 月更名为“蚂蚁科技集团股份有限公司”，强化公司“科技”定位，并启动在上交所科创板和港交所主板同步发行上市计划。

1.1. 发展历程：从支付工具到数字金融科技平台

- **起步于支付工具，打造数字支付体系（2004-2010）**

1）2004 年，在电子商务行业的发展初期，为解决消费者和商家之间在线上交易中的信任问题，支付宝应运而生；

2）截至 2009 年 4 月，六大国有银行以及 15 家全国性银行全部与支付宝达成了网上支付产品的合作；

3）2009 年 6 月，推出移动端支付宝 APP，开启了移动支付时代；

- **发展数字金融服务，建设阿里系金融版图（2010-2017）**

4）2010 年阿里小贷成立，拉开了网络小贷序幕；

5）2013-2015 年期间陆续推出余额宝、招财宝、蚂蚁花呗、蚂蚁借呗等产品，参与创办中国首家互联网保险公司“众安保险”，入股天弘基金、蚂蚁基金销售等公司，将业务扩展至微贷、理财及保险板块；

6）2014 年公司更名为“浙江蚂蚁小微金融服务集团有限公司”，并与阿里巴巴集团达成 33%入股协议；

7）2017 年蚂蚁聚宝宣布升级为蚂蚁财富，并推出财富号，为公司的资管合作伙伴提供了一个经济、高效的营销渠道；

- **加快全球化布局，强化金融科技平台（2017 至今）**

8）2017 年 10 月，公司在第一次 ATEC 大会上对外公开了 BASIC 五大技术开放战略， 同时以此为基础延伸出风控、信用和连接三大能力，金融科技的布局开始实现全方位覆盖；

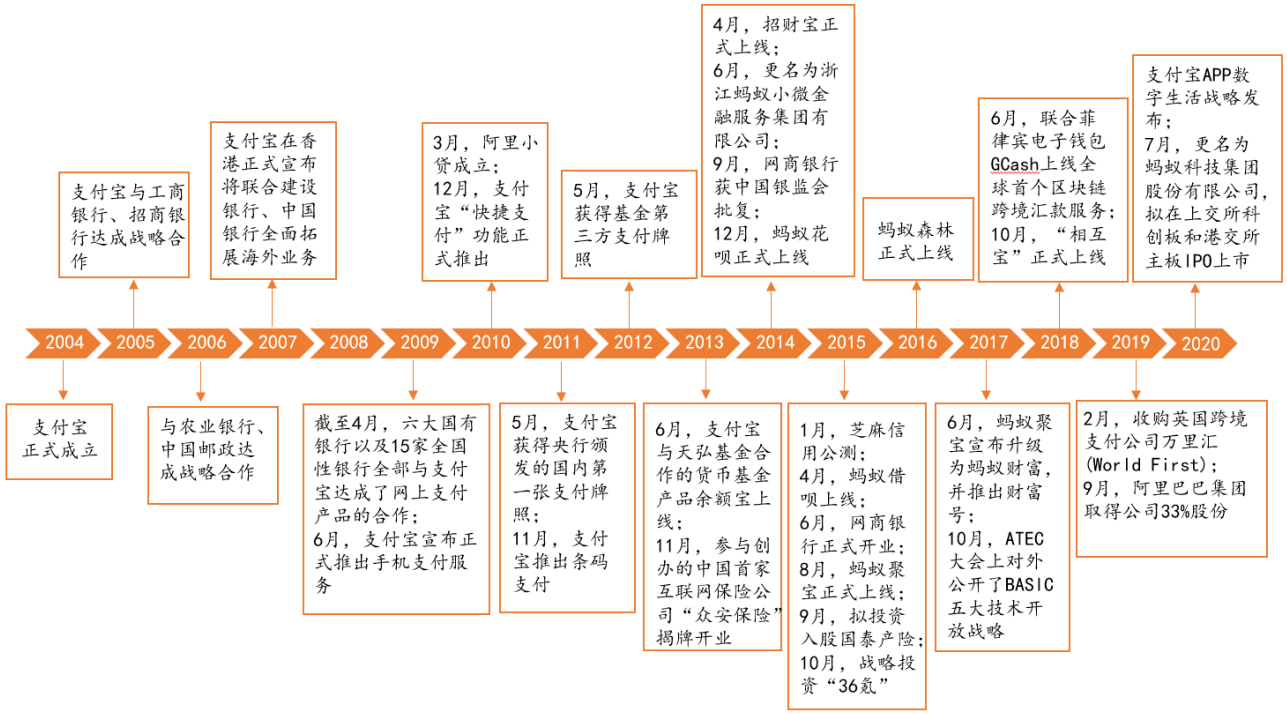
9）积极布局海外投资，在菲律宾、韩国、马来西亚等多个国家及地区形成本地电子钱包合作伙伴；

10）2018 年推出蚂蚁链 BaaS 平台，将科技与业务深度结合；

11）2019 年 9 月，阿里巴巴集团通过其境内间接全资子公司杭州阿里巴巴取得了蚂蚁集团 33%股份；

12）2020 年公司更名为“蚂蚁科技集团股份有限公司”，拟在上交所科创板和港交所主板进行上市融资。

图 1：蚂蚁集团发展历程



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，蚂蚁集团官网，阿里巴巴官网，众安保险官网，芝麻信用官网，天风证券研究所

表 1：蚂蚁集团持有牌照一览（截至 2020 年 8 月 25 日）

牌照	主体	持有方式
第三方支付	支付宝	持股 100%
小额贷款公司	蚂蚁商诚	持股 100%
小额贷款公司	蚂蚁小微	持股 100%
公墓基金	天弘基金	持股 51%
基金销售	蚂蚁基金销售	直接持股 68.83%
银行	网商银行	持股 30%
保险	国泰财产保险	持股 51%
保险	众安保险	持股 13.53%
相互保险	信美人寿	持股 34.5%
保险代理	蚂蚁保保险代理	持股 100%
征信	百行征信	持股 8%

资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

1.2. 融资历程：融资助力业务发展，“A+H”同步发行上市

1）2015 年 6-8 月，全国社会保障基金理事会、众付股权投资管理等 12 家投资者参与蚂蚁融资，对价总额约 192 亿元，投后估值约 2600 亿元。

2）2016 年 5 月，置付投资、中国人寿等 16 家投资者参与蚂蚁融资，对价总额 291 亿元，投后估值约 3900 亿元。

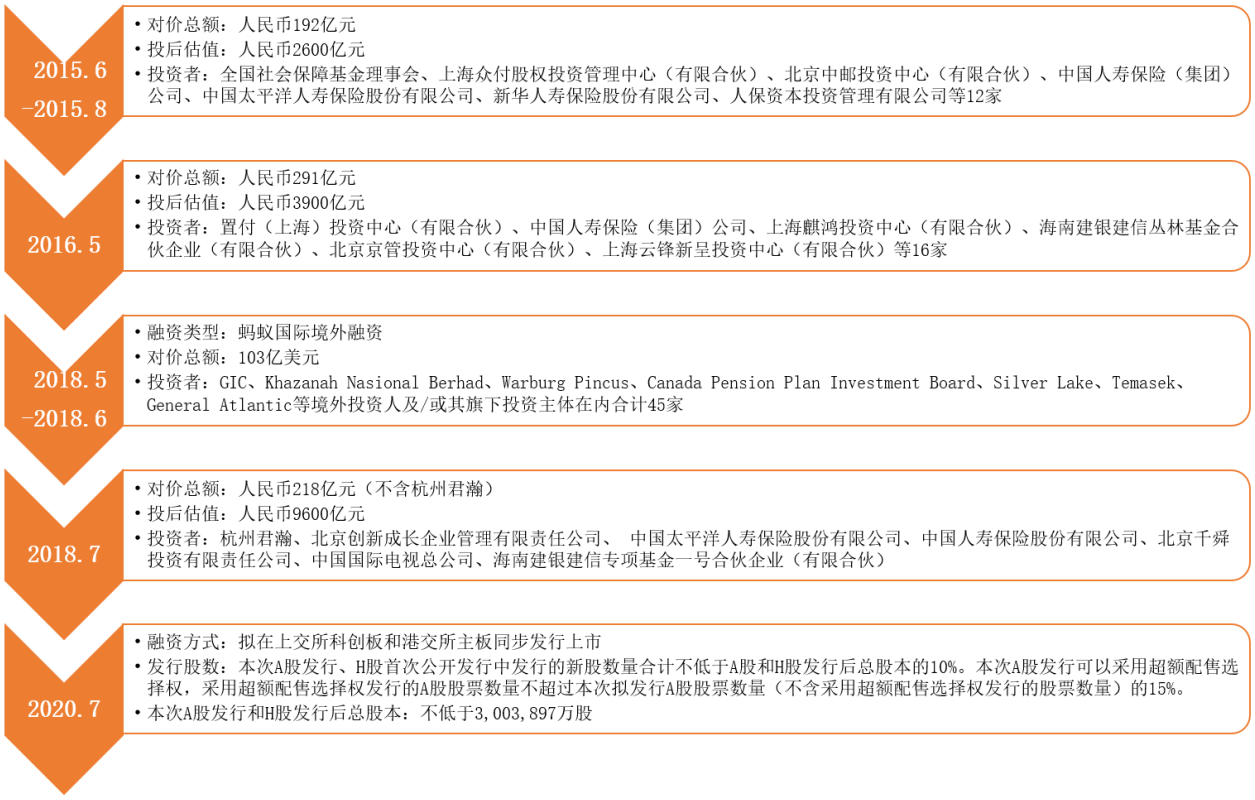
3）2018 年 5-6 月，蚂蚁国际引入了 GIC、Khazanah Nasional Berhad 等 45 家境外投资者，向境外投资者合计发行了 18.39 亿股不具有表决权的 C 类股份，对价总额约为 103 亿美元。此次融资不仅解决了蚂蚁集团亟需的业务资金问题，还有助于蚂蚁集团吸收国外知名投资者的经营投资经验，为其开展全球化业务打下坚实基础。

4）2018 年 7 月，蚂蚁集团再次进行了境内融资，参与此次境内融资的投资者（不含杭州

君瀚）为取得蚂蚁集团直接或间接的股份所支付的对价总额约 218 亿元，投后估值达 9600 亿元。

5）2020 年 7 月，蚂蚁集团宣布启动在上交所科创板和港交所主板寻求同步发行上市的计划，以进一步支持服务业数字化升级做大内需，加强全球合作助力全球可持续发展，以及支持公司加大技术研发和创新。本次 A 股、H 股发行后总股本不低于 300.39 亿股，发行的新股数量合计不低于发行后总股本的 10%。

图 2：蚂蚁集团融资历程

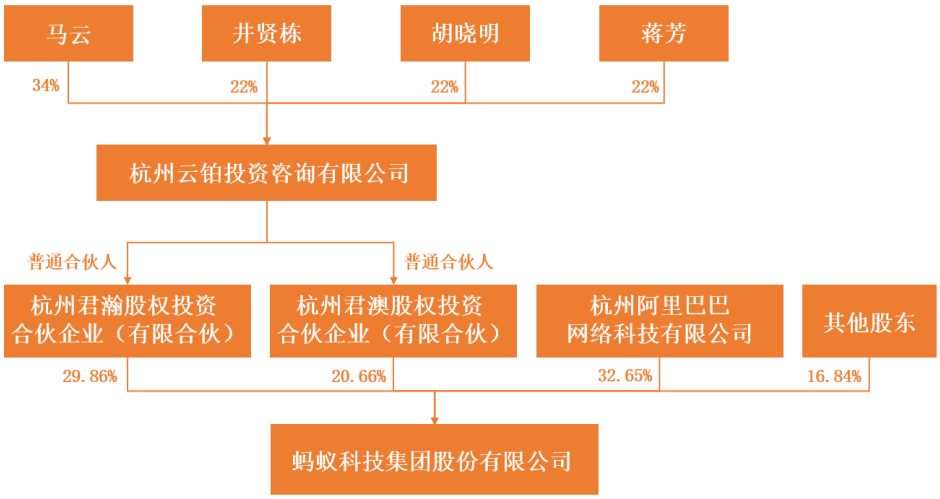


资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

1.3. 股权结构：以阿里系背景作支撑，为长期稳定合作奠定基础

公司控股股东为杭州君瀚及杭州君澳，实际控制人为马云。截至 2020 年 8 月 25 日，杭州君瀚及杭州君澳分别持有公司 29.86%及 20.66%的股份，两者合计 50.52%。杭州云铂为杭州君瀚和杭州君澳的普通合伙人和执行事务合伙人，杭州君瀚和杭州君澳同受杭州云铂控制。马云先生能够实际支配杭州云铂股东会与行使蚂蚁集团股东权利相关事项的表决结果，间接控制 50.52%的股份，为公司的实际控制人。

图 3：蚂蚁集团股权结构（截至 2020 年 8 月 25 日）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

表 2：蚂蚁集团前十大股东（截至 2020 年 8 月 25 日）

股东名称	持股比例（%）
杭州君瀚股权投资合伙企业（有限合伙）	29.86%
杭州君澳股权投资合伙企业（有限合伙）	20.66%
杭州阿里巴巴网络科技有限公司	32.65%
全国社会保障基金理事会	2.94%
置付（上海）投资中心（有限合伙）	1.94%
上海众付股权投资管理中心（有限合伙）	1.29%
中国人寿保险（集团）公司	1.05%
上海麒鸿投资中心（有限合伙）	1.04%
上海祺展投资中心（有限合伙）	1.01%
北京京管投资中心（有限合伙）	0.92%

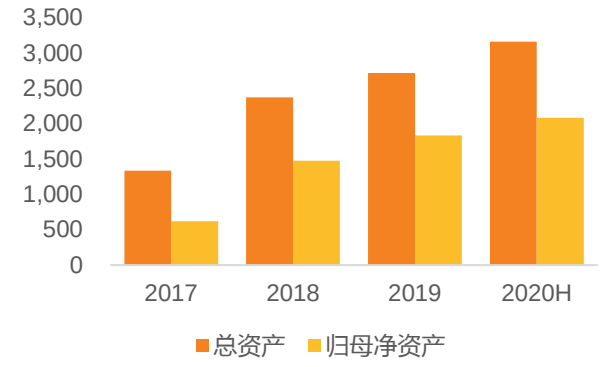
资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

1.4. 公司经营状况：业绩表现持续向好，不断加大研发投入

规模逐年增长，营收复合增速快。蚂蚁集团资产规模庞大，截至 2020H 末，总资产和归母净资产已分别达到 3158.98 亿元、2082.63 亿元。营业收入总体呈现快速增长趋势，2017-2019 年及 2020H 公司分别实现营业收入 653.96 亿元、857.22 亿元、1206.18 亿元和 725.28 亿元，2017-2019 年 CAGR 为 35.81%。

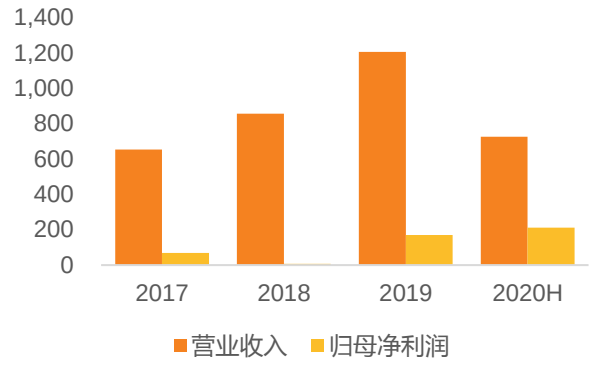
2018 年公司归母净利润仅 6.67 亿元，同比下降 90.40%，主要系公司当年进行了较大规模的市场投入，以扩大用户规模和活跃度。2019 年公司持续受益于 2018 年的战略投入，用户规模在较大的基础上保持稳健增长，归母净利润大幅回升至 169.57 亿元。

图 4：蚂蚁集团总资产及归母净资产（亿元）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

图 5：蚂蚁集团营业收入及归母净利润（亿元）

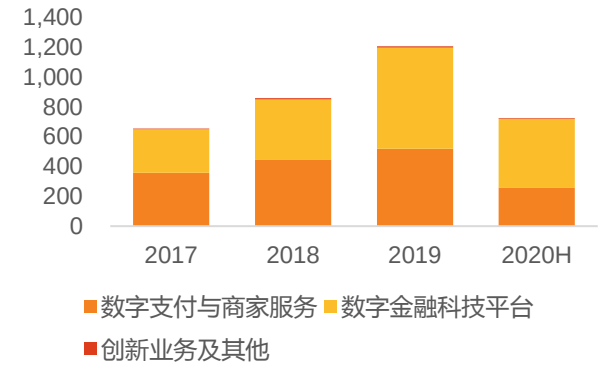


资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

数字金融科技平台营收占比持续增长，取代数字支付成第一大业务。按产品及服务类别分，公司营业收入主要来自于数字支付与商家服务、数字金融科技平台、创新业务及其他。随着公司拓展业务结构，持续巩固与金融机构合作，数字金融科技平台收入占比持续增长，从 2017 年的 44.33%升至 2020H 的 63.39%，增加了 19.05pct。2019 年三大业务收入分别占比 43.03%、56.20%、0.77%，数字金融科技平台收入占比首超数字支付与商家服务。

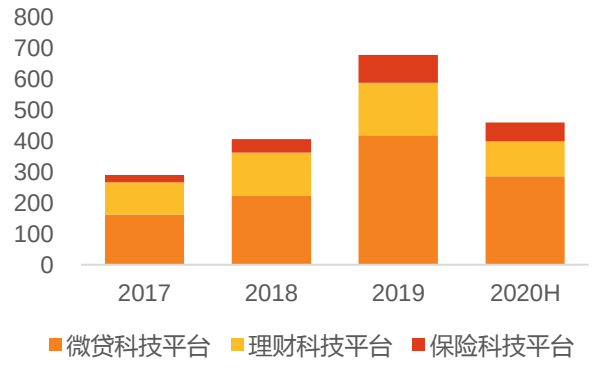
微贷收入是数字金融科技平台主要收入来源，2017-2020H 收入占比均超 50%。数字金融平台涵盖“微贷科技、理财科技、保险科技”三大平台，2020H 三者收入分别为 285.86 亿元、112.83 亿元、61.04 亿元，占比 62.2%、24.5%、13.3%。从 2017-2020H 趋势来看，保险平台收入占比逐步提升。

图 6：营业收入分产品及服务类别构成（亿元）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

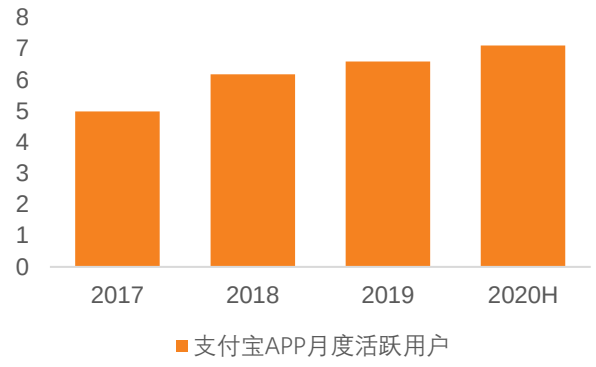
图 7：数字金融科技平台收入构成（亿元）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

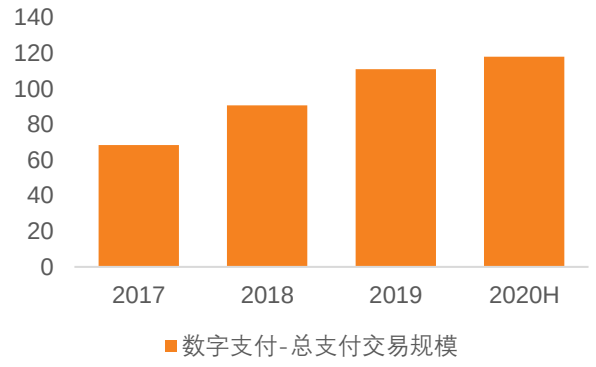
数字支付与商家服务收入主要与用户活跃度及交易规模有关，主要收入=商业交易规模*交易服务费率+金融交易及个人交易规模*手续费率+商家服务费。2019 年，公司数字支付与商家服务收入 519.05 亿元，同比增长 17.00%，受益于线上及线下使用数字支付服务的用户数量和商家数量持续增长，用户活跃度及交易规模进一步提升，以及跨境支付交易业务规模迅速扩大。截至 2020H 末，支付宝月度活跃用户已达 7.11 亿，完成的总支付交易规模达到 118 万亿元。

图 8：支付宝 APP 月度活跃用户（亿）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

图 9：数字支付-总支付交易规模（万亿元）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所（截至相应日期止 12 个月期间）

数字金融科技平台收入主要来自技术服务费，收入增长受益于平台促成金融机构合作伙伴的业务规模扩张：

微贷科技平台：收入=消费信贷及小微经营者信贷余额*利率*技术服务费率

2020H 公司微贷科技平台收入同比增长 59.48%至 285.86 亿元，主要驱动因素包括单个用户、小微经营者信贷余额提高和信贷用户数量增长。截至 2020H 末，微贷科技平台促成的信贷余额为 21536 亿元，同比增长 54.52%。

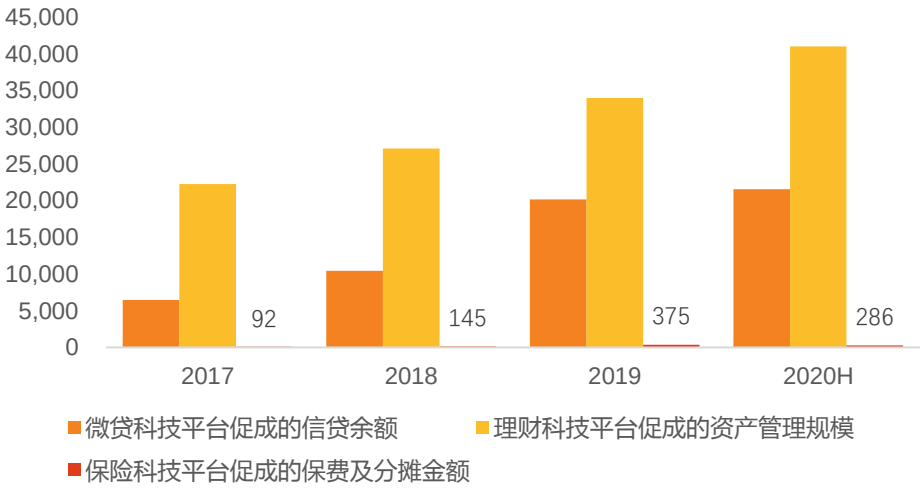
理财科技平台：收入=资产管理规模*技术服务费率

2020H 公司理财科技平台收入同比增长 56.25%至 112.83 亿元，截至 2020H 末平台促成的资产管理规模 40986 亿元，同比增长 35.88%，驱动因素主要为“大理财”业务规模的增长，其次是余额宝规模的增长。其中，“大理财”的业务规模增长主要来自于用户数量增长以及单个用户平均余额水平提高，余额宝的业务规模增长主要来自于用户数量增长。

保险科技平台：收入=金融机构合作伙伴收取的保费*技术服务费率+相互宝项目参与用户支付的分摊金额*技术服务费率

2020H 公司保险科技平台收入同比增长 47.26%至 61.04 亿元，保费及分摊金额增长至 286 亿元，主要来自于寿险和健康险产品规模的快速增长。保费及分摊金额增速 98.61%高于保险科技平台收入，主要系第三方合作伙伴保险机构的保费贡献提高。

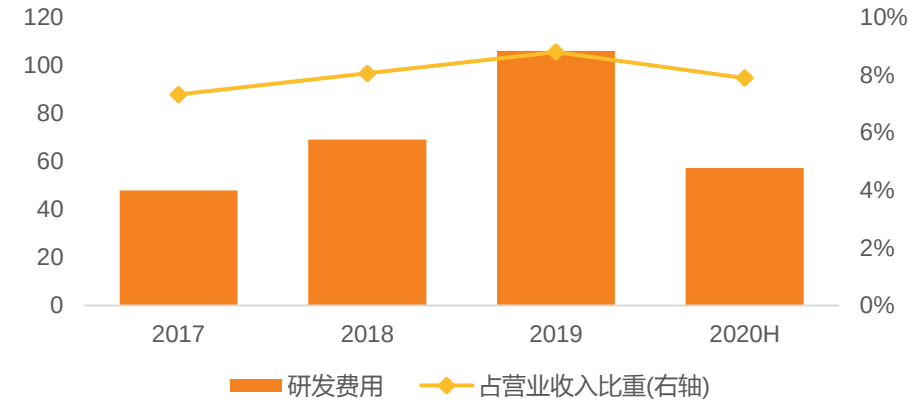
图 10：数字金融科技平台各业务规模（亿元）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

科技创新是引领发展的第一动力，为普惠生态系统搭建基础。公司覆盖人工智能、 风险管理、安全、区块链等多项核心技术，持续加大技术及研发投入力度，2017-2019 年及 2020H 公司研发费用率高达 7.32%、8.05%、8.79%、7.89%，处于较高水平。本次 IPO 募集资金也将重点投向科技创新领域，不断增强产品和技术创新，为长期战略发展夯实技术基础。

图 11：蚂蚁集团研发费用及其占营业收入比重（亿元，%）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

1.5. 竞争优势

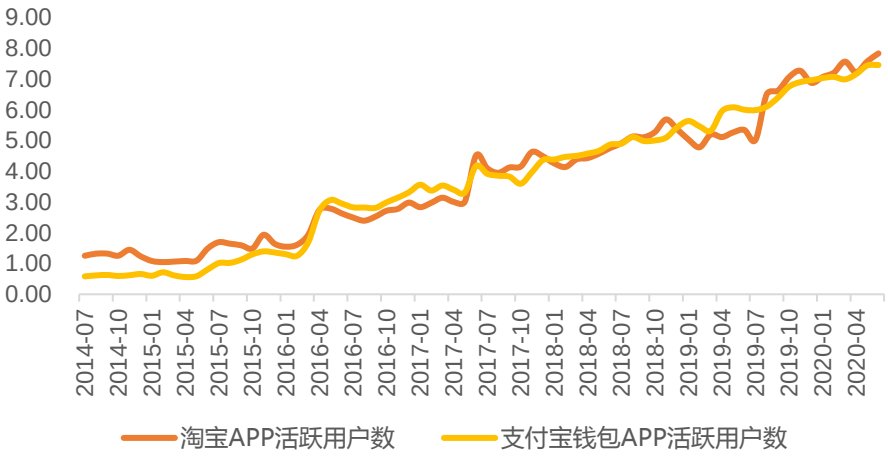
1.5.1. 一体化生态系统网络效应显著，降低获客成本

支付宝依托流量优势，结合多元业务产生协同效应，提升用户粘性。在蚂蚁的生态系统中，支付宝联通支付、金融、生活服务布局多元业态，提高了用户活跃度，积淀优质客户洞察，从而吸引更多合作伙伴接入端口，降低了平均获客成本，产生明显的网络效应。截至 2020 年 6 月末支付宝平台月度活跃用户已达 7.11 亿，月度活跃商家超 8000 万，为超过 200 个国家和地区提供线上支付服务，促成了庞大的交易规模，截至 2020 年 6 月，平台的内地总支付交易规模达 118 万亿元。

1.5.2. 受益于阿里协同效应，广覆盖信息优势积累沉淀

阿里电商平台引流客户资源，与支付宝系统相辅相成。淘宝和天猫作为阿里巴巴旗下最主要的电商平台，近年来持续快速发展，2012-2020 年合计 GMV 从 6630 亿元增长至 65890 亿元。支付宝“植根于淘宝”，长足发展受益于阿里电商平台的资源引流，阿里电商的发展依靠高质量的数字支付和数字金融服务，两者相辅相成。淘宝 APP 和支付宝钱包 APP 活跃用户数增长趋势基本保持一致，截至 2020 年 6 月末分别达到 7.83 亿人、7.45 亿人。

图 12：淘宝及支付宝钱包 APP 活跃用户数（亿人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

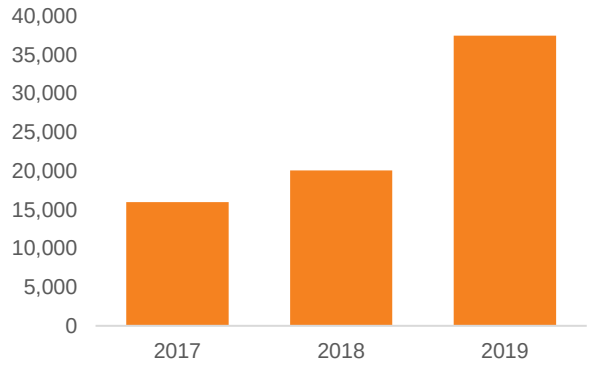
依托阿里多元化业务生态，积淀客户洞察反哺金融服务。阿里巴巴集团业务覆盖广泛，集团依托阿里业态可优化数字支付服务并连接其他服务，完善自身场景布局。同时，集团可从阿里融合线上线下的应用场景中获得大量客户洞察，连同自身技术服务为金融机构合作伙伴提供产品服务的底层支持。

图 13：阿里巴巴集团业务布局

资料来源：阿里巴巴 2020 财政年度报告，天风证券研究所

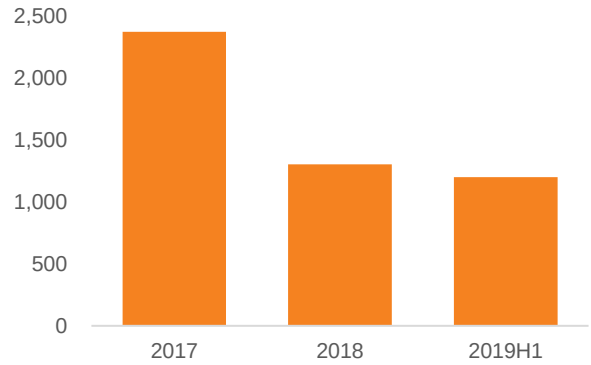
借鉴阿里股权激励制度，维持长远发展。与阿里巴巴集团类似，蚂蚁集团制定多项股权激励计划，公司的员工、顾问和董事授予限制性股份单位或期权以获得公司的普通股。此外，阿里巴巴集团向蚂蚁集团及其子公司的部分员工授予了对应股份的限制性股份单位及期权，有效地吸引、激励和保留员工，利于维持集团长远发展。

图 14：2017-2019 阿里巴巴集团股权激励费用（百万元）



资料来源：阿里巴巴聆讯后资料集，天风证券研究所

图 15：蚂蚁集团员工持有的尚未归属的限制性股份单位和尚未行使的期权对应的阿里巴巴集团股份数（万股）

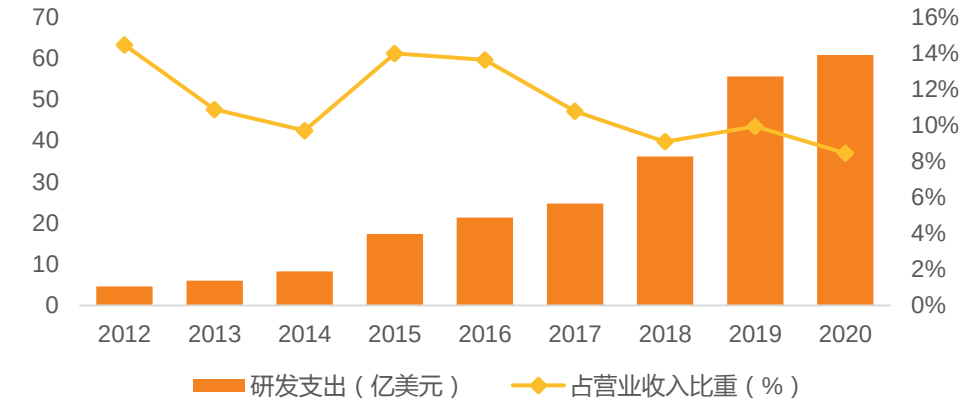


资料来源：阿里巴巴聆讯后资料集，天风证券研究所

阿里研发支出逐年增长，为蚂蚁集团巩固技术优势提供坚强后盾。2020 年，阿里研发支出高达 60.8 亿美元，同比增长 9.35%，研发支出占营业收入的 8.45%，这一比例自 2012 年以来均超过 8%。高强度的研发投入是阿里构筑技术护城河的保障，也为蚂蚁集团提供了技

术后盾。

图 16：阿里巴巴集团研发支出及占营业收入比重（亿美元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

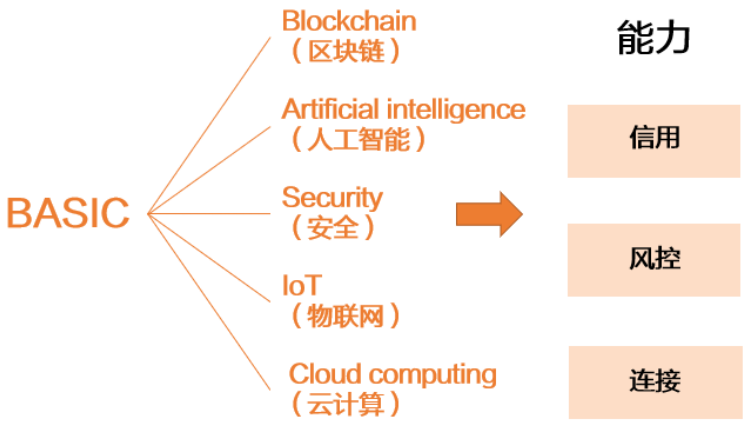
1.5.3. 技术优势构筑护城河

领先技术基础设施能力积累，研发投入力度持续加大。集团依托蚂蚁阿里云的领先技术能力积累，完善技术基础设施，得以保障大规模的高性能处理能力和高质量、差异化的用户服务，2019 年双十一期间公司峰值支付交易处理速度达到每秒 45.9 万笔。同时公司持续加大在人工智能、风险管理、安全等领域的开发力度，持续迭代更新技术能力，集团的技术人员约占员工总数的 64%。

高质量客户洞察+自有算法打造智能商业决策体系。基于阿里商业系统的多元场景，公司获得了高质量且差异化的客户洞察，并通过成熟、实时的自有算法建设智能商业决策体系，将支付资损率水平维持在业内最低之列。

“BASIC”技术提供基础支撑。蚂蚁集团以 BASIC 的五项技术作为底层技术支持，延伸三大能力，支撑多元业务场景。

图 17：蚂蚁集团的“BASIC”技术



资料来源：2019 阿里巴巴投资者日文件，天风证券研究所

1.5.4. 深厚行业积累优势，与金融机构合作共赢

深耕数字金融服务市场，创新迭代发展。蚂蚁集团在数字金融领域有深厚的经验积累，在数字支付网络安全、网络信贷分析与贷后监控、线上理财产品设计与风险管理、互联网保险产品的设计、核保和理赔等都具备领先专业知识，并不断推陈出新引领普惠金融发展，铸就了市场领先地位。

技术+平台助力金融机构业务，互利合作提升用户粘性。集团为金融机构提供科技服务支持与支付宝平台入口，帮助金融机构触达客户、控制风险，同时利用合作伙伴的产品优势与服务设计完善了自身金融体系，提高用户粘性。公司已在信贷领域、理财领域、保险领域建立广泛的合作关系，截至 2020 年 6 月末，公司数字支付、数字金融科技平台已与超过 2000 家金融机构达成合作。

图 18：蚂蚁集团金融版图

资料来源：蚂蚁集团官网，2019 阿里巴巴投资者日文件，天风证券研究所

蚂蚁集团战略之一：构建数字支付体系，打造数字金融科技平台

2. 数字支付：支付入口引流，完善场景生态

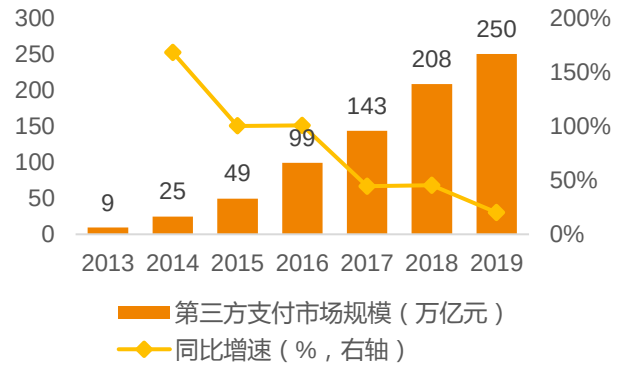
2.1. 市场情况：行业规模持续增长，监管下风险收益并存

2.1.1. 行业规模：第三方支付产业近年增速放缓，预计未来保持稳健增速

根据人民银行定义，第三方支付运营机构是指办理互联网支付、移动电话支付、固定电话支付、数字电视支付等网络支付业务的非银行机构，其中移动支付占据主要支付份额（2019 年占 90%的总市场规模）。我国第三方支付起源于支付宝，后衍生出财付通、壹钱包等第三方支付机构。

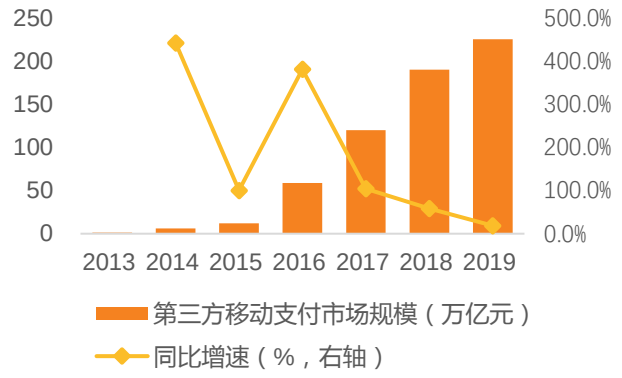
第三方支付前期大幅增长，移动支付驱动效应显著。2013-2019 年第三方支付市场规模由 9 万亿元增长至 250 万亿元，CAGR 高达 73%，其中移动支付的高速发展驱动第三方支付实现大幅增长，2013-2019 年移动支付市场规模由 1 万亿元增长至 226 万亿元，CAGR 达 146.8%，并在 2014 年总额实现同比+392%，带动总体支付金额实现+168%的高速增长。

图 19： 2013-2019 年第三方支付市场规模



资料来源：中国清算协会和中国人民银行，天风证券研究所

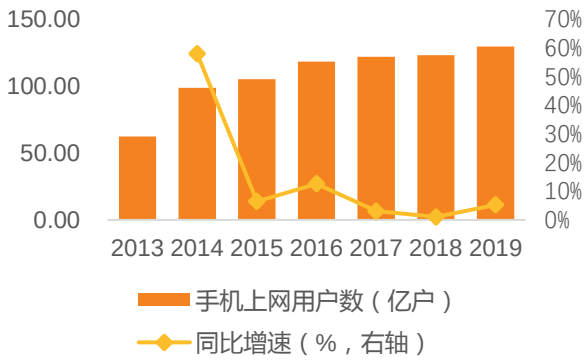
图 20： 2013-2019 年第三方移动支付市场规模



资料来源：wind，天风证券研究所

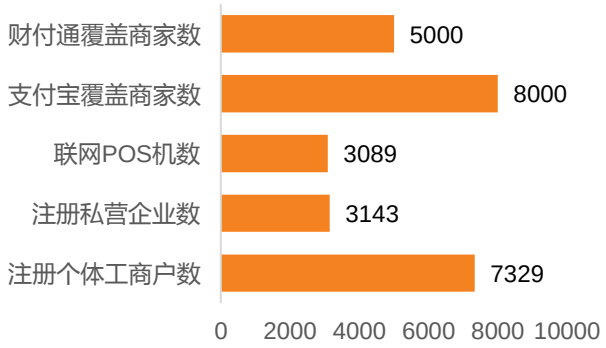
受限于市场饱和与监管政策，第三方支付增速放缓。近年来第三方支付规模增速放缓，2019 年第三方支付与移动支付规模增速分别降至 20%、19%，预计未来总额增长率将保持平稳。**增速放缓原因：1）市场渗透趋于饱和。**从消费市场渗透率来看，2019 年第三季度移动支付在手机用户的渗透率（3 个月内使用的比例）为 96.9%，市场渗透率趋于饱和，且 2019 年手机上网用户增速维持在+1%左右，限制第三方支付规模扩张；从商户渗透率来看，支付宝、财付通覆盖超过 8000 万、5000 万商家，远超过私营企业数与联网 POS 数，市场渗透趋于饱和。**2）支付上限受监管限制。**监管下第三方支付无法进行大笔金额交易，如支付宝的用户余额支付额度上限为 20 万元，且银行设置的支付宝单日交易额度一般低于 5 万元。

图 21：2013-2019 年手机上网用户数量增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：商户渗透率比较（万户）



资料来源：国家统计局，中国清算协会和《码上经济影响力报告》，天风证券研究所

表 3：银行设置支付宝单日交易额度

银行	支付宝每笔交易/天/月的支付限额（元）
中国银行	3 万/5 万/31 万
农业银行	3 万/5 万/60 万
交通银行	1 万/1 万/10 万
建设银行	3 万/5 万/30 万
平安银行	5 万/5 万/无限额
中信银行	5 万/5 万/无限额
招商银行	5 万/5 万/无限额
光大银行	10 万/10 万/无限额

资料来源：支付宝官网，天风证券研究所

第三方支付仍具发展空间，预计未来保持平稳发展：1）2013-2019 年第三方支付在非现金支付市场中的占比从 1%提升至 7%，而 2019 年全国非现金支付业务金额达 3779 万亿元。第三方支付预计能继续从银行卡和非现金支付处获得市场份额，大额非消费性付款（信用转账等）或将成为潜在市场；2）目前第三方支付费率较低，未来有一定的增长空间，将助推产业规模保持增长。第三方支付费用率低于传统银行卡，如工商银行线下转账 1-5 万费率为 0.03%-0.15%，而支付宝可对个人业务无线端提供 2 万元的免费额度，超出后的费率为 0.1%；

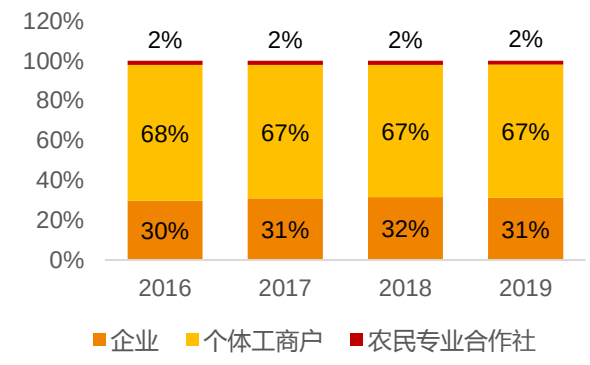
表 4：工商银行个人跨行转账与支付宝个人转账费率对比

转账金额	2 千（含）以下	2 千-5 千（含）	5 千-1 万（含）	1 万-5 万（含）	5 万以上
柜台	2 元/笔	5 元/笔	10 元/笔	15 元/笔	0.03%，50 元/笔封
速汇款	按汇款金额的 1%收取，最低 10 元/笔，最高 200 元/笔				
柜面通	2.4 元/笔	6 元/笔	12 元/笔	18 元/笔	0.036%，50 元封
电子银行	5 千元以下暂免		5 千元以上按柜面标准的 5 折优惠		
支付宝	免费额度为 2 万元，超出后费率均为 0.1%，最低 0.1 元				

资料来源：工商银行与支付宝官网，天风证券研究所

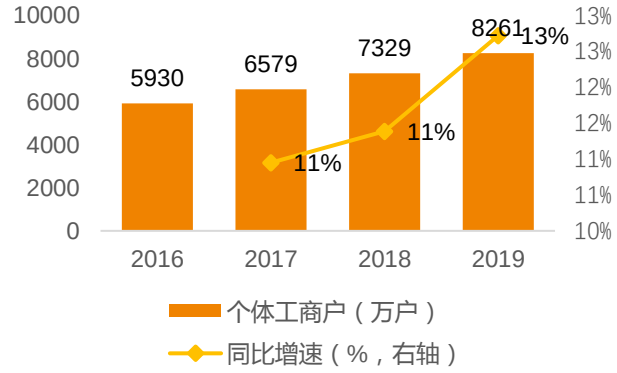
3）中小商户支付市场有较大发展潜力，第三方支付积极抢占份额。个体工商户是我国主要的市场主体，发展快速，2019 年全国约有 8261 万户，2016-2019 年 CAGR 达 11.68%，商户面临数字化转型需求，支付市场空间较大，第三方支付为其推出免收取手续费和提现费的“收钱码”服务与增值服务，广泛覆盖商户积累流量，抢占中小商户市场份额；

图 23：2016-2019 年个体工商户占比均在 67%左右



资料来源：国家市场监督管理总局，天风证券研究所

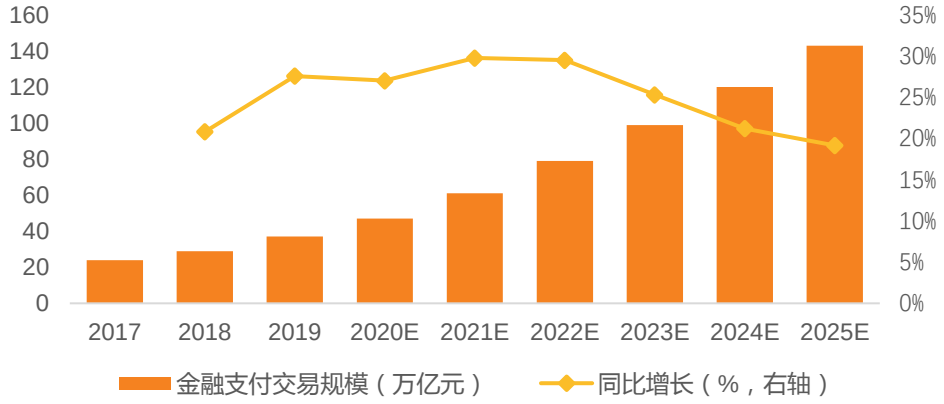
图 24：2016-2019 年个体工商户同比增速保持 10%以上增长



资料来源：国家市场监督管理总局，天风证券研究所

4）数字金融支付市场预计有蓬勃的发展空间。数字金融支付指主要通过电子钱包在线上购买理财及保险产品、偿还贷款等，受益于线上理财、信贷等金融服务的发展趋势，2017-2019 年金融支付交易规模 CAGR 为 15.52%，2019 年规模达 37 万亿元，预计在 2019-2025 年的 CAGR 达 25.0%。

图 25：数字金融支付市场交易规模



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

2.1.2. 行业监管：谨慎中带有包容，合规为产业发展首要之中

行业监管政策灵活、开放、协调，态势谨慎与包容兼容。监管部门自 2010 年持续关注第三方移动支付产业，不断扩大监管覆盖领域控制防范风险，同时注重监管政策的协调与灵活性，保证支付产业市场的合理活力。一方面以备付金监管为监管重点，2020 年央行强化集中备付金监管，同时重启备付金付息，减小支付机构压力，一方面注重引导行业合规健康发展，2019 年 9 月央行正式启动条码支付互联互通，打通支付壁垒，2020 年 1 月支付清算协会发布刷脸支付自律规范，防范支付风险。

表 5：关于第三方支付产业的监管政策

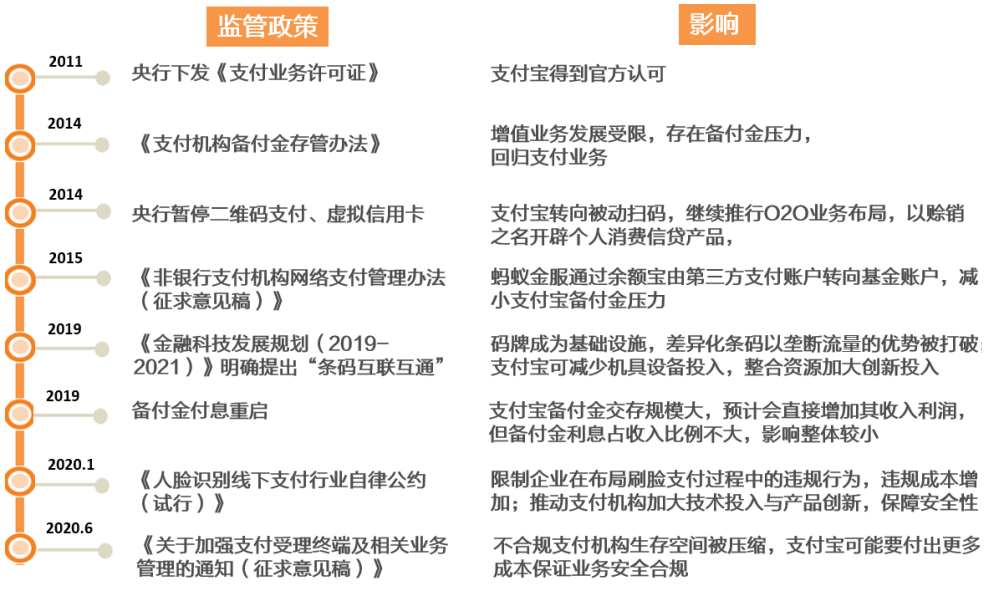
时间	监管措施	内容
2010	《非金融机构支付服务管理办法》	提出针对非金融机构提供支付服务的准入标准、监督管理、客户备付金比例、处分处罚等管理措施
2011	央行下发第一批《支付业务许可证》	规范牌照申请、牌照续展要求
2013	《支付机构备付金存管办法》	明确支付机构客户备付金管理要求
2014	央行暂停二维码支付业务	暂停二维码支付业务和虚拟信用卡业务
2015	央行等十部门《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	互联网支付业务由人民银行负责监管。第三方支付机构与其他机构开展合作应清晰界定各方的权利义务关系，建立有效的风险隔离机制和客户权益保障机制。要向客户充分披露服务信息，清晰地提示业务风险，不得夸大支付服务中介的性质和职能
2015	《非银行支付机构网络支付管理办法（征求意见稿）》	针对非银行支付机构从事网络支付业务，在业务开展范围、支付限额管理、客户管理、风险管理、监督管理及罚则等方面制定管理意见。第三方账户实名制，个人支付账户分为 3 类
2016	中国银联发布《二维码支付标准》	对二维码受理设备、手机客户端、后台系统等提出了具体安全要求；定义二维码支付的应用场景和基于数字签名的安全机制
2017.1	《关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》	目前要求支付机构客户备付金 100%集中交存至指定机构专用存款账户
2017.8	《关于将非银行支付机构网络支付业务由直接模式迁移至网联平台处理的通知》	目前要求支付机构受理的涉及银行账户的网络支付业务全部 通过非银行支付机构网络支付清算平台处理
2017.12	《关于规范支付创新业务的通知》	银行及支付机构看展创新业务前 30 天需要书面报告央行，收单业务广告内容不得使用涉嫌不正当竞争、误导消费者或违法违规行为的文字
2017.12	《条码支付业务规范（试行）》	强调业务资质要求，重申清算管理要求，规范条码生成和受理，加强商户管理和风险管理，要求维护市场公平竞争秩序
2018.8	《聚合支付安全技术规范（征求意见稿）》	适用于聚合支付业务设施的设计、开发、部署和运营
2018.12	《关于支付机构撤销人民币备付金账户	支付机构一个月内撤销备付金账户

	有关工作的通知》	
2019.1	《条码支付受理终端监测规范》《条码支付移动客户端软件监测规范》	统一条码支付标准，防范伪冒、诈骗的条码交易
2019.4	《支付机构外汇业务管理办法》	明确了支付机构开展外汇支付业务的名录登记、交易主体识别、人员配备、交易审核等方面的要求
2019.7	《关于进一步规范非银行支付机构变更事项监督管理的通知》	规范了对非银行支付机构变更事项的监督管理
2019.9	《金融科技发展规划（2019-2021）》	明确指出“推动条码支付互联互通”、“构建条码支付互联互通技术体系，打破条码支付服务壁垒”
2020.1	央行将第三方支付机构的备付金以0.35%年利率按季结息，并从中计提10%作为非银行支付行业保障基金，实施时间为2019.8.1-2022.7.31	
2020.1	《人脸识别线下支付行业自律公约（试行）》	对人脸识别线下支付安全管理、终端管理、风险管理、用户权益保护等做出相关规定
2020.4	《非银行支付机构客户备付金存管办法（征求意见稿）》	明确具体规范备付金定义、账户管理、客户备付金使用和划转，监督管理及惩罚办法；设定备付金清算和交存要求；强化集中交存后备付金监管
2020.6	《关于加强支付受理终端及相关业务管理的通知（征求意见稿）》	对支付受理终端、特约商户管理、收单业务监测、监督管理等相关内容进行规定

资料来源：人民银行，支付结算司，中国银联，天风证券研究所

监管之下支付业务风险收益并存，公司依托产业政策支持红利。监管政策近年重点关注备付金留存、刷脸支付技术、条码交易等涉及数据安全、资金安全层面，支付宝作为支付机构巨头已在其它金融领域铺设业务，可灵活应对政策调整业务布局，总体受影响不大。且国家近年扶持数字支付业务发展，支付宝业务受益于产业政策正向效应。

图26：第三方移动支付监管政策对支付宝发展的影响



资料来源：人民银行，支付结算司，中国银联，天风证券研究所

表 6：支付宝数字支付业务适用的产业政策

时间	政策名称	内容
2013.8	《国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见》	大力发展移动支付等跨行业业务，完善互联网支付体系。加快推进电子商务示范城市建设，实施可信交易、网络电子发票等电子商务政策试点。 推动互联网金融创新，规范互联网金融服务，开展非金融机构支付业务设施认证，建设移动金融安全可信公共服务平台，推动多层次支付体系的发展。推进国家基础数据库、金融信用信息基础数据库等数据库的协同，支持社会信用体系建设。
2015.12	《国务院关于印 发推进普惠金融 发展规划（2016—2020 年）的通知》	积极鼓励网络支付机构服务电子商务发展，为社会提供小额、快捷、便民支付服务，提升支付效率。发挥网络借贷平台融资便捷、对象广泛的特点，引导其缓解小微企业、农户和各类低收入人群的融资难问题。

资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

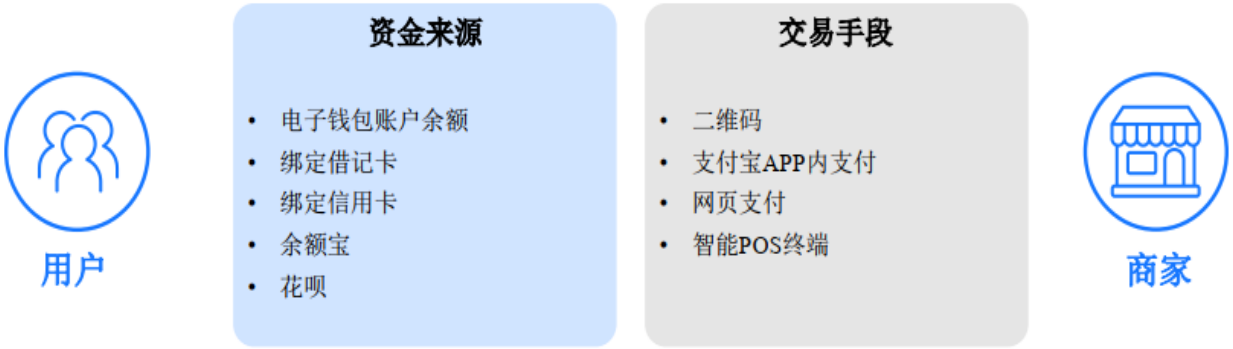
2.2. 商业模式：优化数字支付功能，积累丰富用户洞察

2.2.1. 提供数字支付服务，支持多种交易方式

蚂蚁集团为消费者提供数字支付服务，推出全面数字钱包解决方案。作为中国最大的数字支付服务商，公司依托支付宝平台支持各类线上线下支付场景，涵盖多种数字支付功能，在消费者和商家之前搭建桥梁。截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，公司的平台处理的总支付交易规模达 118 万亿元。

用户可自由选取资金来源，支持多种收款方式。针对大部分支付场景，用户可从电子钱包账户余额、借记卡和信用卡账户、余额宝及花呗这五类资金来源中任选一种进行支付，使用快捷高效，显著提升用户体验。商家主要有四种收款方式，包括：1）通过支付码或者收钱码；2）支付宝 APP 内支付；3）网页支付；4）配备公司物联网技术的智能 POS 机终端。

图 27：支付宝支持多种支付交易方式



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

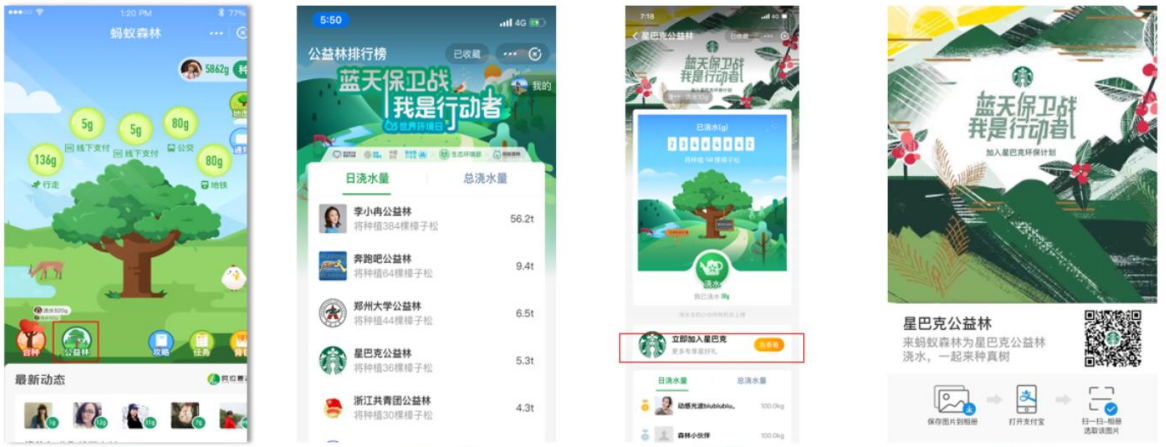
数字支付广覆盖场景生态，加深用户行为洞察。蚂蚁集团不断扩展支付平台商家规模、延伸数字生活服务，将支付宝从最初仅植根于淘宝的支付工具，打造成现已覆盖购物娱乐、出行交通、教育医疗、本地生活等为一体的强大场景生态。公司数字支付业务致力于为消费者提供日常生活便利，反过来也提升了支付宝的用户活跃度，促进了平台交易量的增长。截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，公司的用户中超过 60%通过支付宝 APP 获得生活服务。

图 28：支付宝生活场景应用

资料来源：支付宝官网，天风证券研究所

加强全场景渗透广度和深度，构建社交属性，增强用户黏度。与微信支付相比，支付宝社交属性较弱，对此支付宝积极探索支付业务的多元应用场景，以适应用户多样化需求，提高用户粘性。通过引入亲情账户、生活服务号、蚂蚁森林、红包补贴等功能，增加社交元素，将优质存量客户导流至生活服务，向全场景支付服务体系转型。

图 29：蚂蚁森林运营模式



Step 1 点击公益林入口

Step 2 进入65环境日页面

Step 3 点击排行榜，进入品牌公益林浇水

Step 4 分享邀请好友加入，形成互动闭环

资料来源：支付宝官网，天风证券研究所

2.2.2. 助力数字商家服务，打造闭环产业链

通过支付宝 APP、庞大的中心化流量及卓越的客户洞察，公司使商家能够触达并获取更多的客户，同时提升消费者活跃度。通过多样的营销工具及策略，对商家提供助力，包括小程序、会员计划及帮助组织营销活动等。**从具体作用方式上来看，支付宝通过发挥连接与赋能功能，凭 C 端理解助推 B 端数字化服务升级，打造闭环产业链：**

1）开放 IoT 平台，提供商户定制“支付+”方案解决产业痛点，加速商户数字化升级转型。支付宝以支付业务为基础，打造 IoT 开放平台，为不同行业商户提供定制方案解决方案和数字化升级服务，满足商户在基础支付服务以外的获客、物流、用户管理、融资等需求。

图 30：支付宝 IoT 平台模式

资料来源：支付宝官网，天风证券研究所

图 31：支付宝+餐饮解决方案

资料来源：支付宝官网，天风证券研究所

2）提供丰富的经营工具，赋能商户提升差异化竞争力。支付宝为商户提供集成刷脸支付、智能设备、小程序一体的全套自运营工具，同时开放中心化频道流量和特色差异化能力，助力 B 端提升自身竞争力、增加商户收益。

3）以支付为支点，打造多元场景闭环产业链。支付宝立足 B 端企业需求，以支付和场景为基础，与征信、信贷等机构合作，连接多个业务场景，打通商户上下游链条，赋能供应管理系统。依托丰富客户数据，不断完善风控模型和产品服务流程，打造闭环产业链、提升运营效率。

图 32：支付宝打造闭环产业链

资料来源：支付宝官网，天风证券研究所

2.2.3. 发展战略：以支付宝为核心，拓展数字金融“点线面”布局

支付宝 APP 服务超过 10 亿用户和超过 8000 万商家，基于广泛的用户覆盖，公司向金融机构合作伙伴提供数字金融技术支持、客户触达及风险管理方案，助力其提供消费信贷、小微经营者信贷、理财及保险服务。**数字支付是蚂蚁集团最核心、最基础的业务，构成蚂蚁集团数字金融“点线面”布局的支点：**

1）“点”：支付宝是中国互联网支付和第三方移动支付领域的领先者；

2）“线”：作为重要流量入口，支付宝起到数据沉淀和业务引流的作用，深度挖掘长尾用户、积极拓展应用场景；

3）“面”：支付宝端口积累的海量行为数据为蚂蚁集团各业务提供底层建设支持，有助于搭建数字支付及数字金融科技平台，形成多元化数字金融体系。

图 33：支付宝的功能定位

资料来源：蚂蚁集团官网，天风证券研究所

发挥支付的连接职能与流量优势，打造互联网金融自循环结构基础，构建一站式综合数字金融体系。支付宝积累的流量与行为数据利于互联网金融定位、分类、服务客户，开展精准营销与风险控制，同时有助于加深用户理解、以吸引新的用户群，形成金融自循环结构。截至 2020 年 6 月 30 日，公司平台促成的消费信贷余额为 1.73 万亿元、小微经营者信贷余额为 0.42 万亿元，与约 170 家资产管理公司、90 家保险机构合作开展业务。

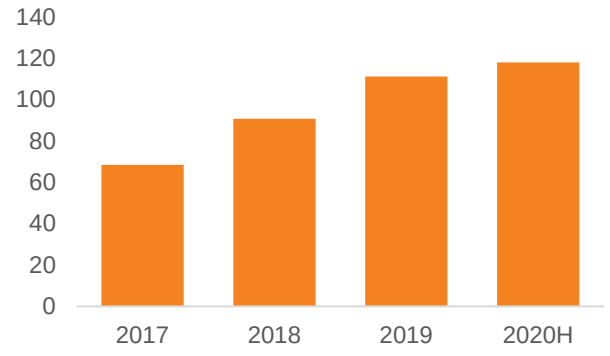
图 34：支付宝金融自循环结构

资料来源：蚂蚁金服官网，天风证券研究所

2.3. 盈利模式：“个人+商家”双向开展业务，开拓商业服务费增量

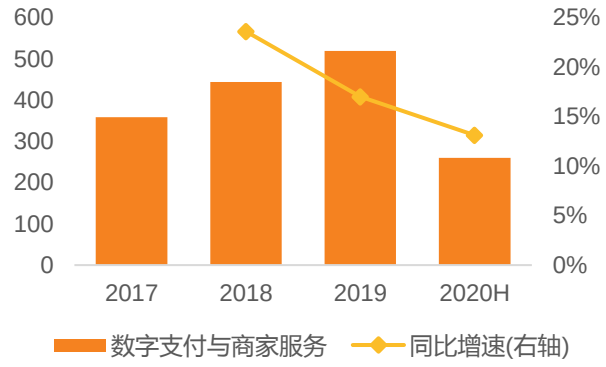
蚂蚁集团通过支付宝平台，向广大消费者和小微经营者提供综合数字支付服务。截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，通过公司平台完成的总支付交易规模达到 118 万亿元，国际总支付交易规模达到 6,219 亿元。2020 年 1-6 月公司数字支付与商家服务实现收入 260.11 亿元，同比增长 13.12%；此外 2020 年上半年公司开始全面推广商家服务并获取一定收入。根据阿里巴巴 2020 财政年度报告披露，截至 2020 年 3 月 31 日止 12 个月期间，阿里集团在中国零售市场约 70%的 GMV 通过支付宝的支付处理和担保交易服务结算；阿里旗下电商平台淘宝和天猫 GMV 合计达到 6.59 万亿元，阿里集团向蚂蚁集团及其关联方共支付 87.23 亿元服务费，费率约为 0.13%。从近几年测算的支付处理和担保交易服务费率来看，基本都维持在 0.13%-0.16%之间。

图 35：数字支付-总支付交易规模（万亿元）



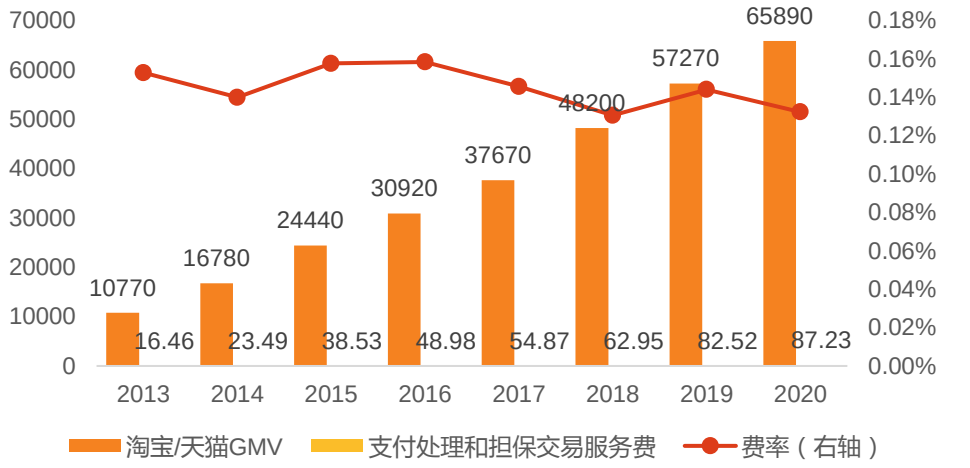
资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所（截至相应日期止 12 个月期间）

图 36：数字支付与商家服务营收及同比增速（亿元，%）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

图 37：阿里向蚂蚁集团及其关联方支付服务费和费率（亿元，%）



资料来源：Wind，公司年报，天风证券研究所

注：2020 年指的是 2019Q2-2020Q1 数据之和，其他年份可以此类推。

从收入模式来看，数字支付服务主要来自：1）在国内商业交易场景里按照交易规模的一定百分比向商家和交易平台收取的交易服务费；2）就跨境商业交易收取交易服务费；3）就金融交易及个人交易收取费用；4）从商家服务取得一定收入，公司预期商家服务收入未来会继续增长。

图 38：支付宝收入模式

资料来源：支付宝官网，天风证券研究所

注：特殊行业包含休闲游戏；网络游戏点卡、游戏渠道代理；游戏系统商；网游周边服务、交易平台；网游运营商（含网页游戏）等

2.3.1. 国内商业交易服务费

目前支付宝的支付业务布局广泛，已涵盖网上购物、零售超市、餐饮、医疗健康、交通出行、生活娱乐、校园服务等多个场景。针对网上购物，支付宝为商家提供线上第三方支付服务，同时积极拓展线下支付业务，加速商家线下业务的数字化转型。根据接入方式的不同，可将线上第三方支付分为电脑网站支付、手机网站支付、APP 支付三种，服务费率在0.6%-1.2%之间；而线下支付主要有当面付和收钱码两种支付方式。随着科技不断改进，支付宝还推出了“刷脸付”等刷脸鉴权技术产品，但不额外单独收取费用，其费率按签约的支付产品（如当面付）进行收取。

表 7：商家支付业务收费标准

场景	服务	收费标准
线上第三方支付	电脑网站支付	标准费率为 0.60%
	手机网站支付	标准费率为 0.6%-1.2%
	APP 支付	标准费率为 0.6%-1.2%
线下支付	当面付	标准费率为 0.60%
	收钱码	借记渠道：免费 贷记渠道：0.8%

资料来源：支付宝官网，天风证券研究所

2.3.2. 跨境商业交易服务费

随着居民消费水平的不断提高，近年来我国出境旅游人数显著增加，境外旅游消费规模也有不断扩大的趋势。蚂蚁集团积极开展全球化布局，通过与收单机构、本地电子钱包、银行和 ISV 合作，在全球范围内为商家和消费者提供“全球收、全球付、全球汇”服务，并收取一定交易服务费。截至 2020 年 3 月，全球已有 56 个国家及地区商户可受理支付宝线下支付业务，12 个月期间蚂蚁集团及其全球九个本地电子钱包合作伙伴所服务的全球年度活跃用户数量已经达到约 13 亿。

- **消费者：**公司帮助支付宝用户在超过 200 个国家和地区在线购买商品和服务，同时提供便利的跨境服务、支持线下支付。
- **商家：**公司为全球数以百万计的线上及线下商家提供便捷的一体化支付解决方案和数字营销工具。在线上，公司为包括全球速卖通及 Lazada 在内的阿里巴巴国际零售市场提供数字支付服务。在线下，海外商家可通过支付宝 APP，在游客出游前后向其推荐商品或服务，提升客户参与度。
- **国际合作伙伴：**公司已与亚洲、欧洲及非洲的本地电子钱包建立了战略合作关系，分享公司领先的支付技术及风险管理解决方案，同时与收单机构、银行及其他第三方服务提供商合作，以拓展公司海外业务的覆盖度。

2.3.3. 金融交易及个人交易手续费

对个人用户而言，支付宝里的绝大部分服务都是免费的，比如手机转账到支付宝账户、红包支付、网络购物支付、扫码支付、水电燃气费等生活缴费、交通罚款缴纳等。除了电脑端转账到支付宝账户收费外，其他收费项目也仅限于将资金转到“银行卡”的 3 类交易：转账到银行卡、提现到银行卡、信用卡还款。在收费标准上，手续费率均为 0.1%，同时给予了部分业务一定的免费额度。

表 8：个人转账提现收费标准

场景	服务	收费标准
转账	转账到支付宝账户	①电脑端：费率均为 0.1%，最低 0.5 元，10 元封顶 ②“支付宝”App：免费
	转账到银行卡	同一身份证下的所有支付宝实名账户终身共享 2 万元免费额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元
提现	提现到银行卡	同一身份证下的所有支付宝实名账户终身共享 2 万元免费额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元
信用卡还款	信用卡还款	①电脑端：费率均为 0.1%，最低 0.1 元 ②“支付宝”App：支付宝实名个人用户每人每月有 2000 元免费还款额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元

资料来源：支付宝官网，天风证券研究所

2.3.4. 商家服务费

蚂蚁集团通过多样的营销工具及策略对商家提供助力，如小程序、会员计划及帮助组织营销活动等，使商家能够触达并获取更多的客户、提升消费者活跃度。公司通过提供商家服务并收取一定费用，与商家达成合作实现互利共赢，预期商家服务收入未来会继续增长。

- **小程序及会员计划：将商家与数亿活跃使用支付宝小程序的用户相连接。**例如，2018 年，星巴克在支付宝 APP 内上线小程序并开启会员计划，大量支付宝用户注册成为星巴克会员并通过小程序下单，提升了消费者触达。
- **组织营销活动：使线下商家精准触达更多客户群体，获得增量收入。**2020 年 7 月，公司与阿里巴巴集团一同推出“717 生活狂欢节”，帮助商家发放电子消费券，举办了

面向中国线下大小商家的全国性营销活动，最终共有约 700 万商家参与了这次活动。

- **信用服务产品——芝麻分：**在获得用户授权的前提下，公司的合作商家可以通过查询消费者的芝麻分来评估用户信用度。

2.3.5. 备付金利息收入

客户备付金指支付机构为办理客户委托的支付业务而实际收到的预收待付货币资金，根据监管规定，支付机构应将其交存至专用存款账户。目前，第三方支付备付金相关政策有所调整，从不计息改成三年内央行按 0.35%年利率按季结息，其中 10%用作行业保障金。截至 2020 年 7 月末，非金融机构备付金存款（即支付机构客户备付金存款）达 1.59 万亿元，环比增长 1.41%，实现了自 2020 年 3 月以来的连续四次环比增长。按目前第三方支付整体备付金规模来计算，其中 90%都属于微信和支付宝两大头部机构。

表 9：支付机构客户备付金相关政策规定

时间	相关政策	规定内容
2016 年 10 月 13 日	国务院办公厅发布《关于印发互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》	非银行支付机构不得挪用、占用客户备付金，客户备付金账户应开立在人民银行或符合要求的商业银行。人民银行或商业银行不向非银行支付机构备付金账户计付利息。
2017 年 1 月 13 日	央行发布《关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》	自 2017 年 4 月 17 日起，支付机构应将客户备付金按照一定比例交存至指定机构专用存款账户，该账户资金暂不计付利息。
2018 年 6 月 29 日	央行发布《关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事宜的通知》	自 2018 年 7 月 9 日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，到 2019 年 1 月 14 日实现 100%集中交存。
2019 年 11 月	央行进一步完善客户备付金集中存管政策	将第三方支付机构的备付金以 0.35%的年利率按季结息，并从中计提 10%作为非银行支付行业保障基金。该政策的实施时间为 2019 年 8 月 1 日至 2022 年 7 月 31 日，后续将根据评估情况进行调整。

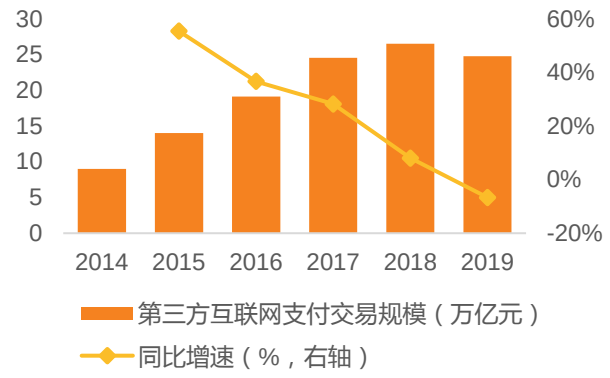
资料来源：中国政府网，中国人民银行官网，财新网，天风证券研究所

2.4. 市场竞争：支付宝财付通双寡头，行业竞争格局基本稳定

第三方移动支付市场支付宝和财付通占绝对优势。随着移动互联网技术的不断发展进步，近年来我国第三方移动支付市场规模大幅增长，2019 年达到 204.87 万亿元，同比增速 19.98%，而传统第三方互联网支付市场规模在 2018 年后有所下滑。

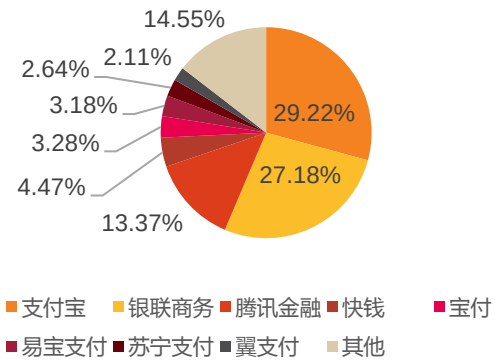
目前我国第三方支付平台种类繁多，主要包括支付宝、财付通、京东支付、银联支付、快钱等。从 2019 年第四季度第三方互联网支付市场份额来看，支付宝份额为 29.22%，市场排名第一，其次为银联商务，占比 27.18%，而腾讯金融依托财付通平台获得 13.37%的市场份额，其他多种互联网支付方式瓜分市场。**从第三方移动支付市场份额来看，支付宝和腾讯金融两大巨头合计市场份额超过 90%，呈“双寡头”市场竞争格局，其中支付宝占比 54.93%，腾讯金融占比 38.98%。**第三方支付中两家头部机构各具优势，支付宝通过消费场景向用户渗透，进而推广线上金融产品，提升客户使用频率和黏性，而腾讯金融借助微信社交优势，转换用户流量，提高支付交易规模。

图 39：第三方互联网支付交易规模及其同比增速



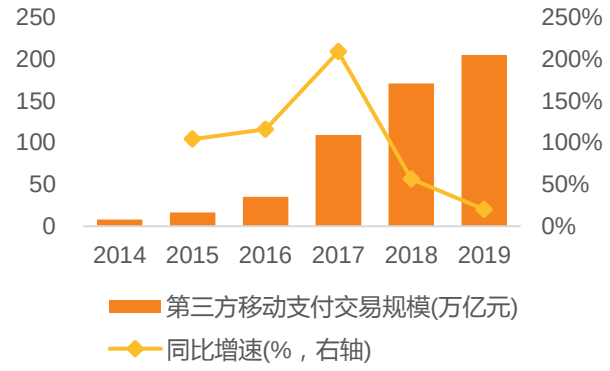
资料来源：易观千帆，天风证券研究所

图 40：2019 年 Q4 第三方互联网支付市场份额



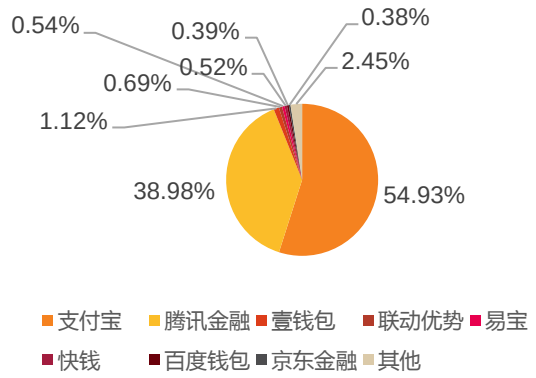
资料来源：易观千帆，天风证券研究所

图 41：第三方移动支付市场规模及其同比增速



资料来源：易观千帆，天风证券研究所

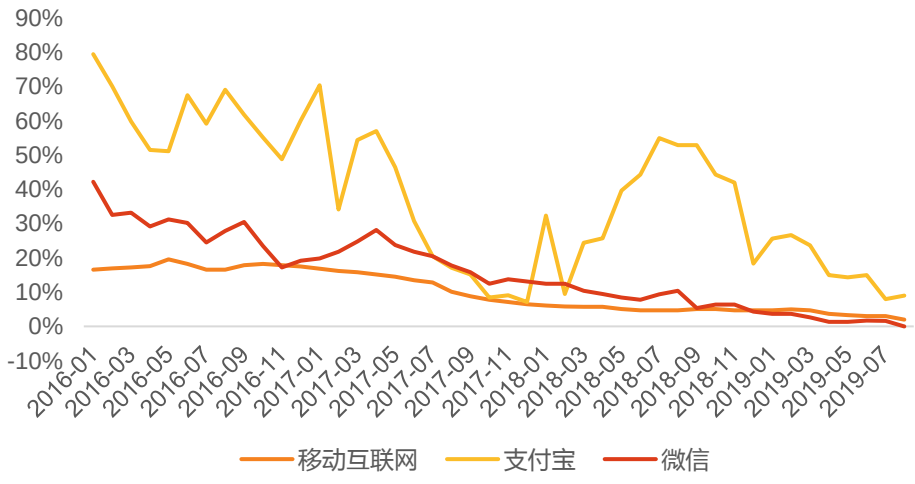
图 42：2019 年 Q4 第三方移动支付市场份额



资料来源：易观千帆，天风证券研究所

支付宝活跃规模扩张增速高于行业水平，具备较大发展潜力。支付宝在移动支付竞争领域处于绝对优势，而互联网支付领域市场集中度较低，各大机构割据，但支付宝仍具有较大的相对竞争优势。同时支付宝也保持较高的活跃规模增长水平，月活跃规模增速高于行业水平，但随着移动互联网增速逐步放缓，业内流量获取与竞争也日趋激烈。

图 43：移动互联网和支付宝月活跃规模同比增长率

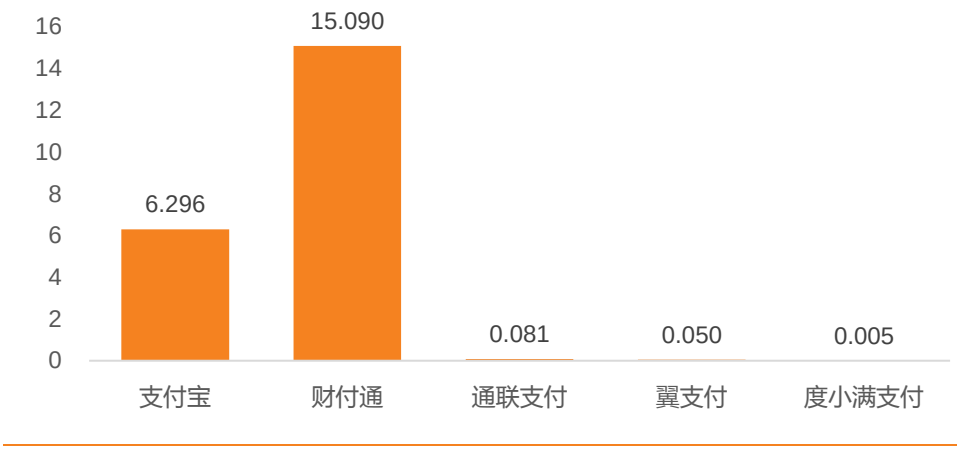


资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

得益于社交支付的高频优势，财付通日均交易笔数远超支付宝。2019 年，支付宝日均交易笔数 6.296 亿笔，财付通达到 15.090 亿笔，约为支付宝日均交易笔数的 2.4 倍，主要系

财付通依托微信平台的社交优势。相较于通联支付等其他支付平台，支付宝和财付通在交易笔数上具有绝对优势，数量级差距悬殊。

图 44：2019 年不同支付平台日均交易笔数（亿笔）



资料来源：各支付平台官网，天风证券研究所

支付宝植根于阿里系电商平台，财付通受益于腾讯系社交平台。对比两大支付巨头支付宝和财付通业务情况，支付宝的市场份额大于财付通，但财付通依托微信、QQ 等腾讯系社交平台，在交易笔数上遥遥领先，具有便捷性这一明显优势。在场景布局上，由于支付宝植根于阿里系电商平台，背靠淘宝和天猫两大电商巨头，在线上第三方支付业务方面具有先天优势，这是财付通目前无法跨越的优势。

在费率方面，支付宝对于商家支付业务根据不同支付方式来进行划分，而财付通根据商户类目进行划分，并对教育、医疗、公共事业等行业有所优惠；对于个人业务手续费，两者费率差异不大，但支付宝的转账提现免费额度相对更高。

表 10：支付宝和财付通业务对比

	支付宝	财付通
所属系别	阿里系	腾讯系
第三方移动支付市场份额	>50%（2019 年）	>30%（2019 年）
日均交易笔数	6.296 亿笔（2019 年）	15.090 亿笔（2019 年）
场景布局	阿里系电商平台、其他网上购物平台、本地生活等	网上购物平台（阿里系电商平台不支持微信支付）、本地生活等
商家支付业务服务费率	线上第三方支付：0.6%-1.2% 线下支付：当面付费率 0.60%，收钱码借记渠道免费，贷记渠道 0.8%	（以微信支付为例，费率根据商户类目进行划分） 网上购物：0.60% 餐饮、线下零售、休闲娱乐、居民生活、商业服务、网上服务平台等：0.60% 网络媒体、计算机服务、游戏：1.00% 教育、医疗、生活缴费、金融：0.00%-0.60%
个人业务手续费率	转账到支付宝账户：App 端免费 转账、提现到银行卡：同一身份证下的所有支付宝实名账户终身共享 2 万元免费额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元 信用卡还款：App 端每人每月有 2000 元免费还款额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元	转账到其他微信账户：免费 转账、提现到银行卡：同一身份证下的所有微信账户共享 1000 元终身免费提现额度，超出额度后，收取 0.1%服务费，单笔最低收取 0.1 元；民生银行费率为 0.15%，每笔最少 0.15 元（自 2020 年 8 月 31 日起，提现到民生银行卡的服务费将由 0.15%调整为 0.1%） 信用卡还款：费率 0.1%，最低 0.1 元
竞争优势	植根于阿里系电商平台	植根于腾讯系社交平台

资料来源：支付宝官网，财付通官网，微信支付官网，天风证券研究所

3. 数字金融科技平台

蚂蚁集团拥有中国领先的数字金融科技平台，主要包括“微贷科技、理财科技、保险科技”三大平台，致力于满足客户全方位的信贷、理财及保险需求，以持续为客户提供服务并提升客户生命周期价值。截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，在公司平台上使用过一种或多种数字金融服务的用户达 7.29 亿。以 2015 年加入支付宝的用户为例，这些用户截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间的年度数字金融服务规模较 2015 年上涨了 10 倍以上。

表 11：数字金融科技平台基本情况一栏

服务类型	平台业务规模	金融机构合作伙伴	国内市场排名
微贷科技平台	消费信贷：17320 亿元 小微经营者信贷：4217 亿元	约 100 家银行	第一 第一
理财科技平台	资产管理规模：40986 亿元	约 170 家资产管理公司	第一
保险科技平台	保费及分摊金额：518 亿元	约 90 家保险机构	第一

资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

注：平台业务规模、金融机构合作伙伴数据均截至 2020 年 6 月 30 日，微贷科技平台、理财科技平台的市场排名截至 2020 年 6 月 30 日，保险科技平台的市场排名根据 2019 年度公司平台促成的保费及分摊金额。

3.1. 微贷科技平台：促进消费信贷，服务普惠金融

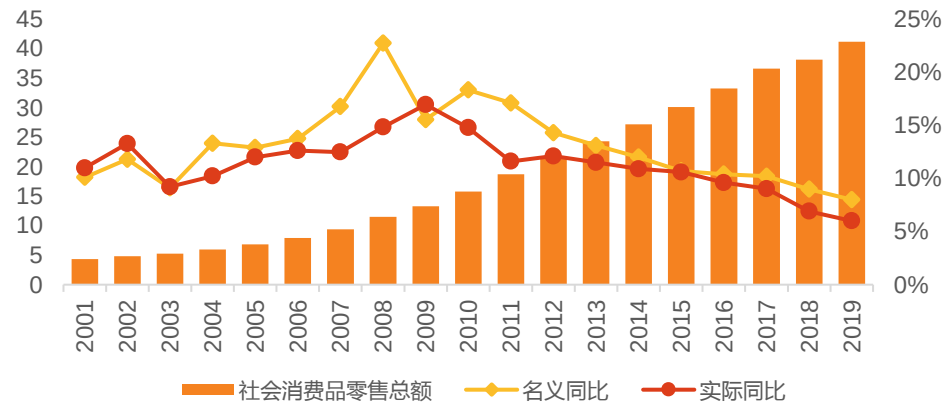
3.1.1. 战略模式：“To C + To B”双向开展融资业务

蚂蚁集团是我国最大的线上消费信贷和小微经营者信贷科技服务商，以满足长尾市场消费者及小微经营者的信贷需求为目标，服务包括创新产品的开发、客户触达、智能商业决策与动态风险管理解决方案。目前公司已经与约 100 家银行合作伙伴合作，旗下的花呗和借呗已成为居民广泛使用的消费信贷产品。截至 2020 年 6 月末，公司的微贷科技平台促成的消费信贷余额为 17320 亿元，小微经营者信贷余额为 4217 亿元，为约 5 亿用户、超过 2000 万小微经营者提供消费信贷服务。公司平台促成的贷款主要由金融机构合作伙伴独立发放，截至 2020 年 6 月 30 日， 公司平台促成的信贷余额中，由金融机构合作伙伴进行实际放款或已证券化的比例合计约为 98%。

3.1.1.1. To C 端：花呗借呗推动消费信贷浪潮

我国社会消费品零售总额保持较高增速，2019 年社会消费品零售总额达到 41.16 万亿元，2001-2019 年名义同比增速始终维持在 8%以上，扣除价格因素后的实际同比增速也保持 6%以上。

图 45：2001-2019 年社会消费品零售总额及其同比（万亿元）

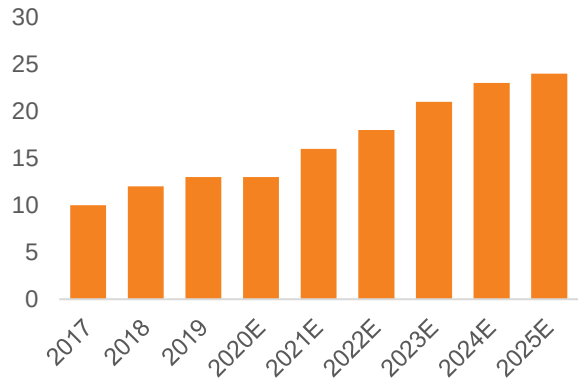


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

消费信贷市场预计保持较快增长。随着我国经济转型刺激消费，居民消费理念发生转变，我国消费金融市场也快速发展。我国消费信贷主要包含信用卡、分期及其他无担保的信用

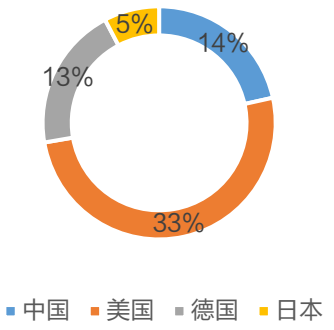
产品（不含个人经营贷款、汽车贷款及房贷），市场规模预计从 2019 年的 13 万亿元增长至 2025 年的 24 万亿元，期间年均复合增长率为 11.4%；受益于数据技术广泛应用，在线消费信贷行业也有较大发展空间，其规模在 2019 年达 6 万亿元，预计在 2025 年达 19 万亿元，2019-2025 年均复合增长率达到 20.4%。

图 46：我国消费信贷行业规模（万亿元）



资料来源：奥纬咨询，天风证券研究所

图 47：2019 年消费信贷余额占现金与存款规模比较（%）



资料来源：奥纬咨询，天风证券研究所

在消费品零售业务以及电商平台高速发展的背景下，蚂蚁花呗和蚂蚁借呗应运而生。2014 年 12 月蚂蚁花呗上线，花呗是中国第一批为普通消费者的日常消费所提供的数字化无抵押循环消费信贷产品，公司基于客户洞察和信用评估模型进行信用额度的评估，符合条件的支付宝用户在购买商品时即可使用其花呗信用额度。截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，花呗日利率可低至约万分之二，大部分贷款的日利率为万分之四左右或以下，花呗用户的平均余额约为 2000 元。

相比蚂蚁花呗，蚂蚁借呗开通门槛更高，使用场景丰富。借呗是一个数字化无抵押的短期消费信贷产品，供公司平台上积淀了一定信用记录的花呗用户进行较大额消费时使用。借呗还款期限最长为 12 个月，支持随借随还，按日计息。一般而言，借呗用户可以在任何时候提前还款，并通常无罚息。截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，借呗日利率可低至约万分之二，大部分贷款的日利率为万分之四左右或以下。

图 48：蚂蚁花呗服务介绍

资料来源：支付宝官网，天风证券研究所

图 49：蚂蚁借呗服务介绍

资料来源：蚂蚁借呗公众号，天风证券研究所

表 12：花呗、借呗产品特征

特征	花呗	借呗
最低信用额度	20 元	1000 元
期限/分期	3-12 个月（少部分商家允许 24 个月分期付款）	3-12 个月
免息期	最高 40 天	不适用

资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

蚂蚁花呗应用场景广阔，现已形成“线上+线下”场景布局，在阿里巴巴旗下平台、其他线上平台、线下超市及便利店等均有所覆盖。

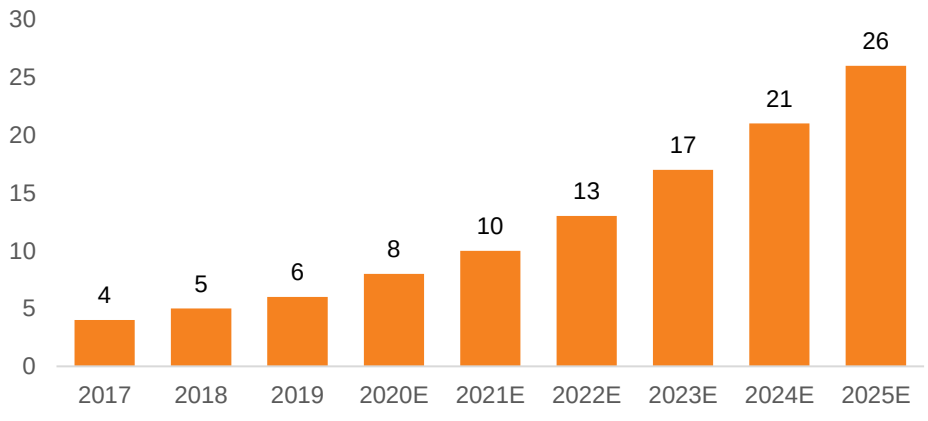
图 50：蚂蚁花呗应用场景布局

资料来源：阿里巴巴 2020 财政年度报告，支付宝 APP，各电商平台官网，天风证券研究所

3.1.1.2. To B 端：网商银行促进企业融资，探索互联网普惠金融

小微企业对我国经济的重要性与日俱增，而其信贷需求未被全部满足，市场空间较大，预计年均复合增速达到两位数。2019 年单笔金额低于 50 万元的小微经营者信贷余额为 6 万亿元，预计在 2025 年达到 26 万亿元，期间年均复合增长率达到 27.2%；单笔金额低于 50 万的在线小微经营者信贷在 2019 年余额规模达到 2 万亿元，预计在 2025 年达到 16 万亿元。

图 51：中国单笔金额低于 50 万元的小微经营者贷款余额（万亿元）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

蚂蚁集团入股并主导成立了国内首批民营银行之一的浙江网商银行。网商银行是经中国银监会批准设立的股份制商业银行，纯互联网运营，于 2015 年 6 月 25 日正式开业。基于金融云计算平台，网商银行拥有处理高并发金融交易、海量大数据和弹性扩容的能力，可以利用互联网和大数据的优势，给更多小微企业和个人创业者提供金融服务。

网商银行始终坚守“普惠金融、服务小微、服务三农”的发展定位，向通常无法在传统金融渠道获得经营性贷款的小微客户发放“金额小、期限短”的纯信用小额贷款及提供综合金融服务，为农户提供无抵押、免担保的纯信用贷款，支持农户生产经营。

图 52：网商贷介绍

资料来源：网商银行官网，天风证券研究所

图 53：旺农贷介绍

资料来源：网商银行官网，天风证券研究所

网商银行主要贷款产品包括网商贷、旺农贷、组合贷等，网商贷致力于服务小微企业、创业者，分为阿里信用贷、网商贷（国际站专享）、淘宝/天猫信用贷、速卖通四种；**旺农贷是服务于广大乡镇农村地区用户的纯信用互联网贷款产品**，分为种养殖贷款和（极速）经营性贷款，在申请贷款时，需要通过村淘合伙人提出申请。截至 2019 年末，网商银行历史累计服务小微企业和小微经营者客户 2087 万户，同比去年增长 70%，成为全球服务小微最多的银行，户均余额 3.1 万元。

表 13：网商银行主要贷款产品

产品名称		具体内容
网商贷	阿里信用贷	针对 1688 会员提供的信用贷款，解决客户在交易场景中的融资需求。纯信用、无抵押、免担保。
	国际站专享	针对国际站会员提供的信用贷款，解决客户在外贸交易场景中的融资需求。
	淘宝/天猫信用贷	淘宝集市信用贷款是集市店铺卖家以个人/企业名义申请，用于淘宝店铺的经营和推广的融资渠道。
	速卖通	面向全球速卖通平台卖家提供信用贷款，无须抵押，无需担保，纯凭卖家信用即可获取贷款。
旺农贷	种养殖贷款	用途必须为种植或养殖；在申请贷款时，需要通过村淘合伙人提出申请。
	（极速）经营性贷款	用途必须为生产经营；在申请贷款时，需要通过村淘合伙人提出申请。
组合贷		组合贷（原大促贷）是专门针对大促期间，比如双 11 大促，针对一些天猫卖家、集市卖家特殊的资金需求而准备的信用类贷款，会有专门的审批部门跟进进行审批。
口碑贷		口碑签约账户为支付宝个人账户，名下有在营实体店，期限为 12 个月。
新政策贷款		针对支付宝会员，系统会根据账户的综合情况进行评估是否给予贷款额度，期限一般为 6 或 12 个月。
河北“村村通”农村网点贷款		仅河北部分开放网点，针对生产经营过程中有流动性资金需求的小企业主和个体工商户，且在阿里巴巴集团及外部金融机构无不良记录。
淘客贷		根据淘宝客的收入情况提供的信用贷款。针对淘宝客（个人）淘客收款的支付宝账号对应的认证人，企业的暂时不支持贷款。
普惠贷		普惠贷是蚂蚁提供给除正式入驻商户平台的小微商户外，其余那些线下使用支付宝

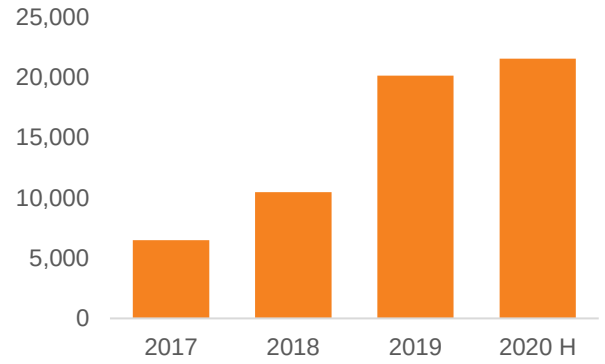
	收款、转账码收款的小型商家的资金借贷服务。
天猫供应链质押贷款	目前仅放开天猫超市供应商融资，必须通过公司支付宝认证，期限为 6 个月，按月还息、到期还本，随借随还。
菜鸟应收账款融资	菜鸟应收账款融资是提供给菜鸟仓配合作商的融资产品，根据合作商提供给菜鸟的服务结算金额予以授信额度。

资料来源：网商银行官网，天风证券研究所

3.1.2. 盈利模式：消费金融收入来源多样，网商银行净息差排名领先

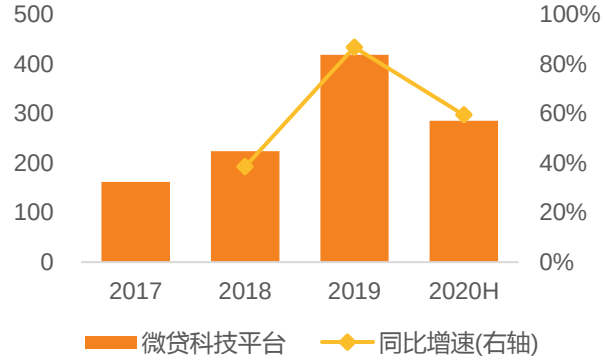
微贷科技平台上公司按照金融机构等合作伙伴相应获得利息收入的一定百分比收取技术服务费，收入与公司平台促成的消费信贷及小微经营者信贷余额相关。截至 2020 年 6 月末公司平台促成信贷余额为 21536 亿元，2020 年 1-6 月，平台收入同比增长 59.48%至 285.86 亿元。

图 54：微贷科技平台促成的信贷余额（亿元）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

图 55：微贷科技平台收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

3.1.2.1. 消费金融市场呈三足鼎立竞争格局

消费信贷产品可从场景、资金、风控三个维度来看。场景主要负责挖掘潜在客户、起到引流的作用。资金是决定消费信贷产品规模的重要因素。风控系统通过对客户进行筛选、有效降低风险。目前，我国消费金融市场基本呈三足鼎立竞争格局，银行系、电商系、持牌消费金融公司的消费信贷产品在场景、资金、风控方面各有优势，不断争夺抢占市场。

表 14：消费金融市场竞争格局

	银行系	电商系	持牌消费金融公司
典型代表	信用卡、消费贷款	蚂蚁花呗、京东白条	捷信消费金融、中银消费金融
场景	住房抵押贷款、汽车抵押贷款、信用卡购物消费等，主要针对信用较好的高净值客户	依托淘宝、天猫、京东等电商平台，主要针对长尾用户	除购买房屋和汽车外的个人消费，客户门槛较银行系更低
资金	银行存款、同业拆借等	自有资金、ABS 等	自有资金、同业拆借等
风控	央行征信系统、客户信用记录等	电商平台征信系统，如芝麻信用、小白信用等	央行征信系统等
竞争优势	资金实力强劲、资金成本低	场景丰富、大数据征信	单笔授信额度小、审批速度快、无需抵押担保、服务方式灵活

资料来源：银保监会，蚂蚁集团官网，京东金融官网，《中国消费金融年度报告 2019》，天风证券研究所

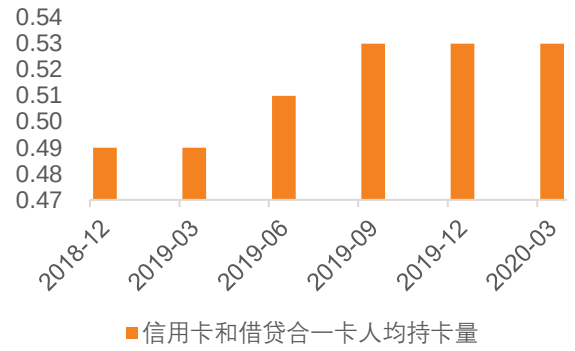
- **银行系**

由于银行资金实力强劲、成本较低，长期以来我国消费金融市场以银行消费信贷产品为主，主要包括信用卡、消费贷款等。**银行信用卡业务为消费金融主力军，**截至 2020 年 3 月，

我国信用卡和借贷合一卡在用发卡数量共计 7.49 亿张，环比增长 0.40%，人均持卡量已达到 0.53 张，2019 年信用卡期末信贷总额为 17.37 万亿元。国有大行的信用卡规模占据优势，截至 2019 年底工行、建行、中行、农行、交行、招行六家各自的累计发卡量过亿。

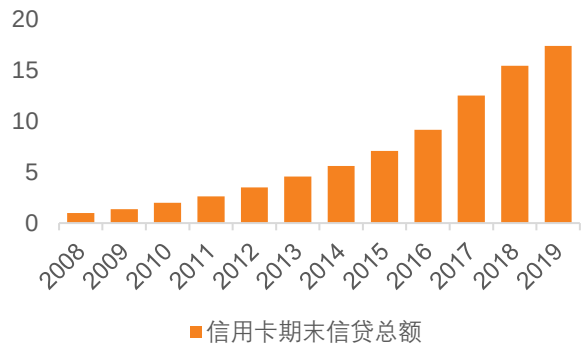
银行可以通过其原有客户资源为消费金融业务引流，但门槛相对较高。关于风控，银行主要依托央行征信系统、自身客户信用记录等，同时也与一些征信机构达成合作，但其对长尾客户的信用数据仍比较缺乏。

图 56：我国信用卡和借贷合一卡人均持卡量（张）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 57：2008 年至今信用卡期末信贷总额（万亿元）



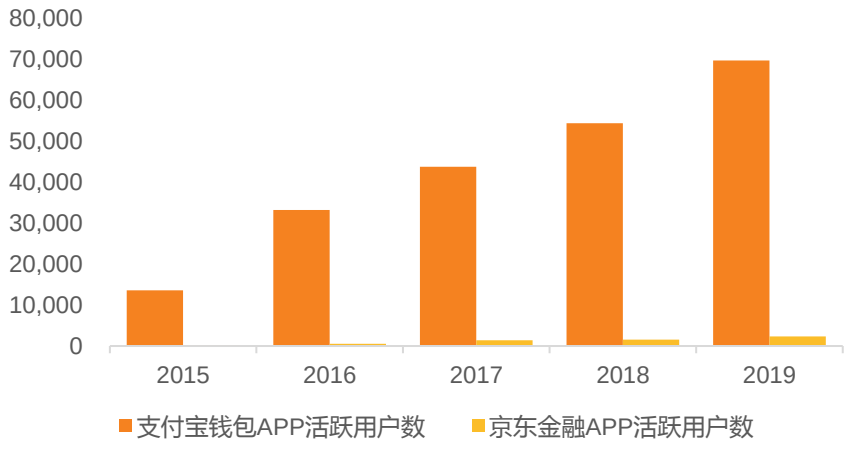
资料来源：前瞻数据库，天风证券研究所

- **电商系**

电商系消费金融主要依托自有电商平台，为长尾用户提供分期购物及小额消费贷款服务，**其广泛的消费场景是明显区别于银行系和持牌消费金融公司的竞争优势。**基于电商平台的用户消费、交易、浏览数据，构建出强大的大数据征信系统，与央行征信数据相互补充，能够有效控制违约风险。在资金方面，虽然不具备银行系强劲的资金实力和低成本，但电商系可以通过发行 ABS 来补充资金来源。

蚂蚁花呗和京东白条是目前最主要的两种电商系消费信贷产品，两者在商业模式、审核授信等多个方面都大致相同。对比来看，京东白条在分期手续费率和白条账单逾期费率上都明显低于蚂蚁花呗，用户使用京东白条所需支付的费用更低。但从新增客户引流上来看，2019 年末支付宝钱包 APP 活跃用户数达到 6.96 亿人，远大于京东金融活跃用户数，先发优势明显，同时可提供更多的用户信用数据来完善蚂蚁集团的征信系统。在场景方面，京东白条的使用局限于京东商城、京东金融以及少部分外部商家，而**蚂蚁花呗依托阿里集团旗下淘宝、天猫电商平台、其他第三方合作平台以及线下消费支付，具有丰富的应用场景布局，核心竞争力突出。**

图 58：支付宝钱包及京东金融 APP 活跃用户数（万人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 15：蚂蚁花呗和京东白条业务对比

	蚂蚁花呗	京东白条
还款服务类型	分期还款服务(账单分期、交易分期、花呗分期)、最低还款服务	分期还款服务（账单分期、订单分期）、最低还款服务
分期	账单分期：3、6、9、12 期 交易分期：3、6、12 期 花呗分期：3、6、12、24 期	3、6、12、24 期
分期手续费率	账单分期：对应费率 2.50%、4.50%、6.50%、8.80% 交易分期：对应费率 2.50%、4.50%、8.80% 花呗分期：对应费率 2.30%、4.50%、7.50%、15.00%	每月服务费率为 0.5%-1.2%
最低还款费率	0.05%（日利率）	0.05%（日利率）
逾期费率	0.05%（日利率）	白条账单：0.015%（日利率） 白条订单：0.07%（日利率）
风控	依托阿里集团强大的大数据征信系统——芝麻信用	依托京东征信系统——小白信用
场景	淘宝、天猫、亚马逊、唯品会、当当网以及线下商超等	京东商城、京东金融以及部分外部商家

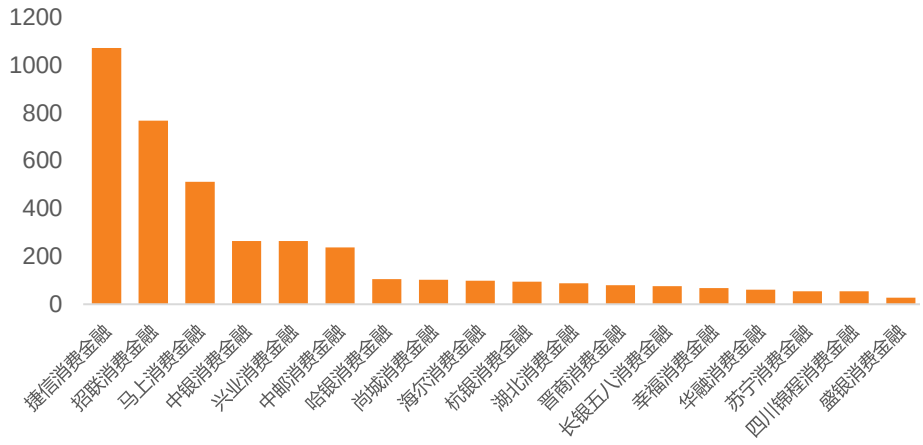
资料来源：支付宝 APP，京东金融官网，天风证券研究所

- **持牌消费金融公司**

我国消费金融公司起步较晚，2009 年开始才在北京、天津、上海、成都四地启动消费金融公司试点审批工作。与商业银行相比，专业消费金融公司具有单笔授信额度小、审批速度快、无需抵押担保、服务方式灵活等独特优势；但**由于不能吸收公众存款，消费金融公司资金成本较大**。在获客方面，消费金融公司不具备银行系或电商系的客户资源，**场景化布局上较电商系尚有较大差距**。

截至 2019 年末，我国共有 24 家持牌消费金融公司正式开业，其中大部分都有商业银行股东背景。在地域分布上，大多数集中在华东和华北地区。从 2019H1 末总资产数据来看，仅有 8 家消费金融公司超过 100 亿元，其中捷信消费金融公司达到 1070 亿元，但绝大多数消费金融公司体量较小，行业内分化明显。

图 59：截至 2019H1 主要消费金融公司总资产（亿元）



资料来源：《中国消费金融年度报告 2019》，天风证券研究所

表 16：24 家持牌消费金融公司

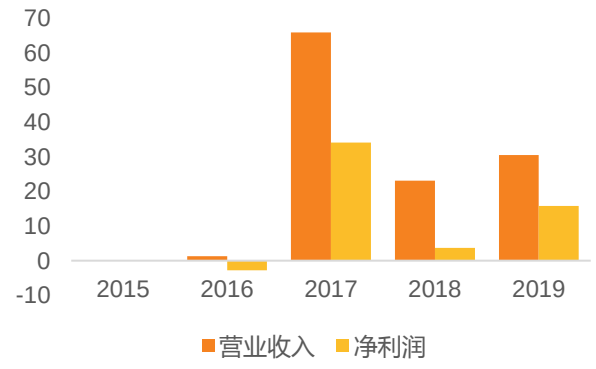
开业时间	家数	公司名称
2010 年	4 家	北银消费金融、四川锦程消费金融、中银消费金融、捷信消费金融
2014 年	2 家	兴业消费金融、海尔消费金融
2015 年	6 家	招联消费金融、湖北消费金融、苏宁消费金融、马上消费金融、中邮消费金融、杭银消费金融
2016 年	6 家	华融消费金融、盛银消费金融、晋商消费金融、长银消费金融、包银消费金融、中原消费金融
2017 年	4 家	哈银消费金融、尚城消费金融、长银五八消费金融、幸福消费金融
2018 年	1 家	金美消费金融
2019 年	1 家	中信消费金融

资料来源：《中国消费金融年度报告 2019》，天风证券研究所

3.1.2.2. 蚂蚁花呗/借呗：资金去向高收益，资金来源控成本

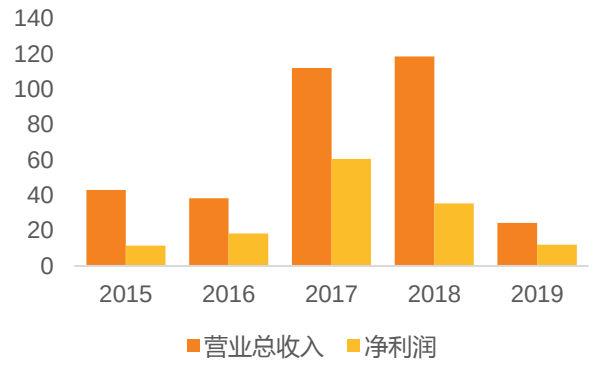
公司平台促成的消费信贷余额大部分来自公司的银行合作伙伴，此外公司通过旗下小贷公司蚂蚁小微和蚂蚁商诚来发放一小部分贷款。2019 年，蚂蚁小微实现营业收入 30.53 亿元，净利润 15.79 亿元；蚂蚁商诚实现营业总收入 24.4 亿元，净利润 11.97 亿元。从收入结构来看，2019 年蚂蚁小微手续费及佣金净收入占比达到 73.37%，蚂蚁商诚利息收入占比 63.48%。

图 60：蚂蚁小微营业收入及净利润（亿元）



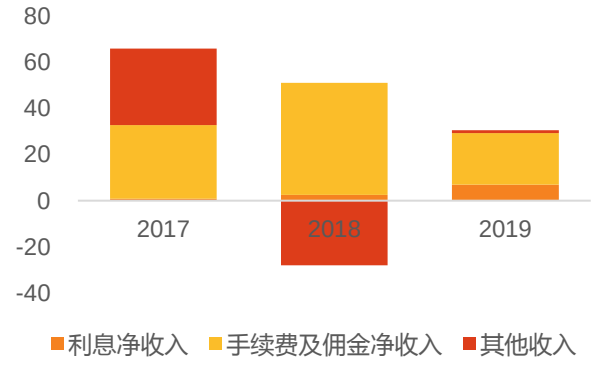
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 61：蚂蚁商诚营业收入及净利润（亿元）



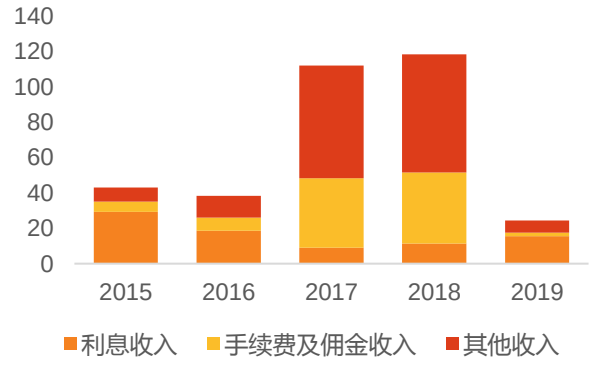
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 62：蚂蚁小微收入结构（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 63：蚂蚁商诚收入结构（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

- **蚂蚁花呗支持多种还款方式**

蚂蚁花呗还款服务主要分为分期还款服务和最低还款服务两大类，分期还款是指对于账单或交易金额进行分期；最低还款提供给用户仅还款最低账单金额的服务，用户在最后还款日仅需还清最低还款额，剩余款项从还款日的次日开始计息，日利率 0.05%，并记入下月

账单。根据分期使用节点的不同，可将分期还款服务进一步分为：

（1）账单分期

将当月新增的提示待还的账单金额，进行全部或者部分金额的分期偿还，根据分期期数支付相应的分期手续费。账单分期后，从下个月开始，需在后续的每个最后还款日前（含）按时归还相应本金和手续费，直到该笔账单分期完全还清为止。

（2）交易分期

对已入账但未出账的花呗账单金额，可以办理交易分期（需剔除账单中已办理花呗分期、退款和提前还款的部分），根据分期期数支付相应的分期手续费。办理交易分期后，从下一个还款日开始，每月按时归还相应本金和手续费，直到该笔交易分期完全还清为止。

（3）花呗分期

在使用花呗消费交易时，可在交易页面上选择一定的期数对交易资金进行分期还款，根据分期期数支付相应的分期手续费。每笔分期待还资金将计入相应的账单中，需在每月出账后根据提示归还相应本金和手续费。

从计价上来说，**对于分期还款服务，不同分期期数对应不同手续费率，折算为年化利率后基本在 13.5%-16.0%之间。对于最低还款服务，日利率 0.05%，折算为年化利率后为 18.25%。**若未按时还款，将按 0.05%的逾期费率收取一定逾期罚息，即“逾期费用=逾期金额*0.05%*逾期天数”。

表 17：蚂蚁花呗还款手续费率一览表

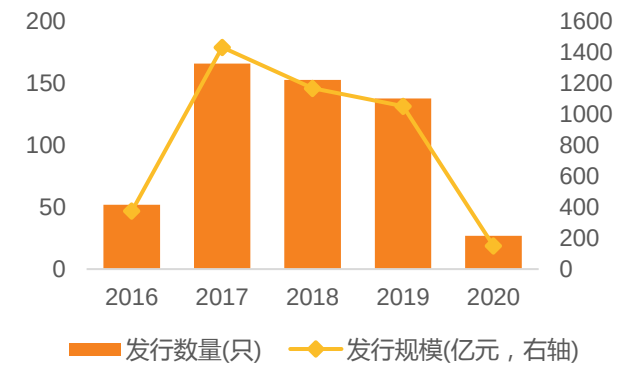
产品	分期期数	用户标准手续费率	折算为年化利率
账单分期	3	2.5%	14.94%
	6	4.5%	15.27%
	9	6.5%	15.34%
	12	8,8%	15.86%
交易分期	3	2.5%	14.94%
	6	4.5%	15.27%
	12	8,8%	15.86%
花呗分期	3	2.3%	13.75%
	6	4.5%	15.27%
	12	7.5%	13.57%
	24	15.0%	13.80%
最低还款		0.05%（日利率）	18.25%

资料来源：支付宝 APP，天风证券研究所

- **资产证券化降低互联网企业资金成本**

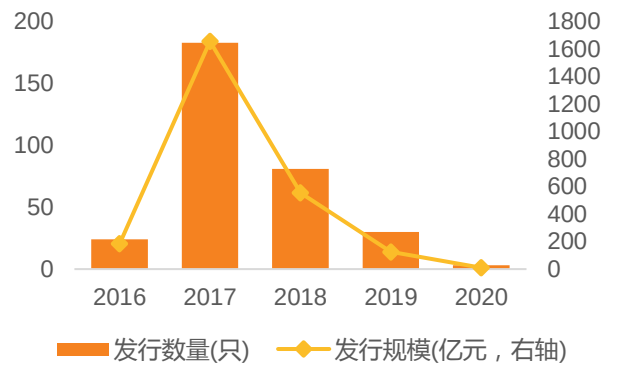
发行花呗 ABS、借呗 ABS 是补充蚂蚁集团资金来源的重要方式，不仅能够拓展融资渠道、提升融资能力，还有助于公司服务更多用户、给用户带来更好的消费金融体验。2016 年 8 月，蚂蚁花呗消费信贷资产支持证券项目在上海证券交易所挂牌交易，成为了上交所首单互联网消费金融 ABS，这一事件对互联网消费金融行业具有里程碑意义。截至 2020 年 7 月 24 日，原始权益人重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司共发行 536 只资产支持证券，累计发行规模达到 4181 亿元；原始权益人重庆市蚂蚁商诚小额贷款有限公司共发行 377 只资产支持证券，累计发行规模 2641.41 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司微贷科技平台促成的信贷余额中，由公司的金融机构合作伙伴进行实际放款或已实现资产证券化的比例合计约为 98%。

图 64：蚂蚁小微发行 ABS 数量及规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 65：蚂蚁商诚发行 ABS 数量及规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2020 数据仅截至 2020 年 7 月 24 日

从 2020 年花呗 ABS、借呗 ABS 发行情况来看，发行期限普遍较短，均在 1-3 年范围内，当期票面利率大部分维持在 3.3%-3.85%之间，有效控制了资金成本。其中，以蚂蚁小微为原始权益人的花呗 ABS 共发行 27 只，发行规模达到 150 亿元；以蚂蚁商诚为原始权益人的借呗 ABS 仅发行 3 只，发行规模为 10 亿元。

表 18：2020 年花呗 ABS 发行情况（截至 2020 年 7 月 24 日）

证券代码	证券名称	项目简称	发行期限(年)	债项评级	票面利率(当期)	发行日期	发行规模(亿)
165692.SH	建花 13A	中建花呗 2020-13	1.02	AAA	3.57%	2020-01-13	17.8
165693.SH	建花 13B	中建花呗 2020-13	1.02	AA+	3.85%	2020-01-13	0.8
165694.SH	建花 13C	中建花呗 2020-13	1.02			2020-01-13	1.4
165723.SH	东花 13A1	东花十三 2020-13	2.01	AAA	3.85%	2020-01-21	26.7
165724.SH	东花 13A2	东花十三 2020-13	2.01	AA+	4.05%	2020-01-21	1.05
165725.SH	东花 13B	东花十三 2020-13	2.01			2020-01-21	2.25
165730.SH	中花 04A1	中花四期 2020-4	1.01	AAA	3.50%	2020-01-15	17.8
165731.SH	中花 04A2	中花四期 2020-4	1.01	AA+	3.85%	2020-01-15	0.8
165732.SH	中花 04B	中花四期 2020-4	1.01			2020-01-15	1.4
165735.SH	20 花 01A1	中花一期 2020-1	1.01	AAA	3.51%	2020-01-14	17.8
165736.SH	20 花 01A2	中花一期 2020-1	1.01	AA+	3.85%	2020-01-14	0.8
165737.SH	20 花 01B	中花一期 2020-1	1.01			2020-01-14	1.4
165759.SH	花呗 77A1	德邦花呗 2020-77	1.01	AAA	3.55%	2020-01-16	17.8
165760.SH	花呗 77A2	德邦花呗 2020-77	1.01	AA+	3.85%	2020-01-16	0.8
165761.SH	花呗 77B	德邦花呗 2020-77	1.01			2020-01-16	1.4
165854.SH	东花 14A1	东花十四 2020-14	2.01	AAA	3.29%	2020-06-16	8.9
165855.SH	东花 14A2	东花十四 2020-14	2.01	AA+	3.36%	2020-06-16	0.35
165856.SH	东花 14B	东花十四 2020-14	2.01			2020-06-16	0.75
165862.SH	20 花 02A1	中花二期 2020-2	2.94	AAA	3.70%	2020-03-12	8.9
165863.SH	20 花 02A2	中花二期 2020-2	2.94	AA+	3.90%	2020-03-12	0.35
165864.SH	20 花 02B	中花二期 2020-2	2.94			2020-03-12	0.75
168600.SH	弘花 02A	天弘创新 2020-2	1.99	AAA	3.29%	2020-06-24	8.9
168601.SH	弘花 02B	天弘创新 2020-2	1.99	AA+	3.70%	2020-06-24	0.35
168602.SH	弘花 02 次	天弘创新 2020-2	1.99			2020-06-24	0.75
168625.SH	20 花呗 1A	华泰花呗 2020-1	2.00	AAA	3.39%	2020-06-23	8.9
168626.SH	20 花呗 1B	华泰花呗 2020-1	2.00	AA+	3.42%	2020-06-23	0.35

168627.SH	20 花呗 1C	华泰花呗 2020-1	2.00		2020-06-23	0.75

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 19：2020 年借呗 ABS 发行情况（截至 2020 年 7 月 24 日）

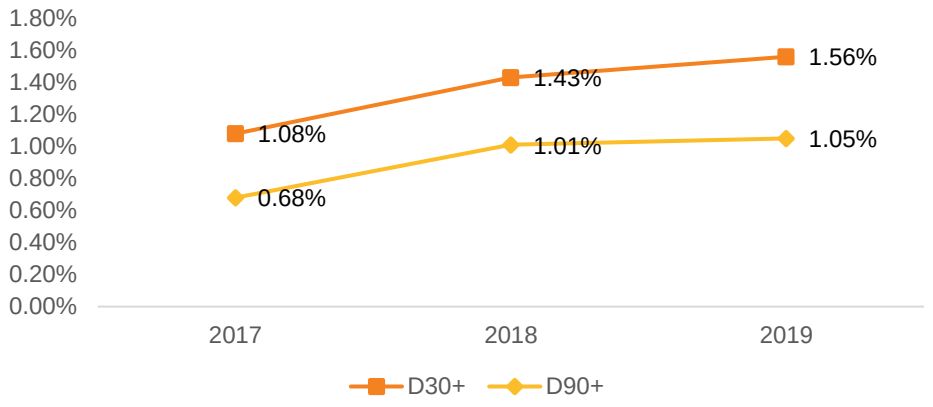
证券代码	证券名称	项目简称	发行期限(年)	债项评级	票面利率(当期)	发行日期	发行规模(亿)
165851.SH	东借 04A1	东方借呗 2020-4	2.03	AAA	3.39%	2020-06-16	8.5
165852.SH	东借 04A2	东方借呗 2020-4	2.03	AA+	3.75%	2020-06-16	0.75
165853.SH	东借 04B	东方借呗 2020-4	2.03			2020-06-16	0.75

资料来源：Wind，天风证券研究所

- **风控技术控制信贷资产质量**

蚂蚁集团不以提供自有资金且承担信用风险作为微贷科技平台业务的主要开展方式。然而公司拥有较强的风险分析和管理、贷后监测能力，平台促成的贷款的资产质量较高，由合作金融机构发放的贷款资产质量良好。**公司平台促成的消费信贷在 2017-2019 年的历史批次 M1+逾期率皆小于 0.5%。**

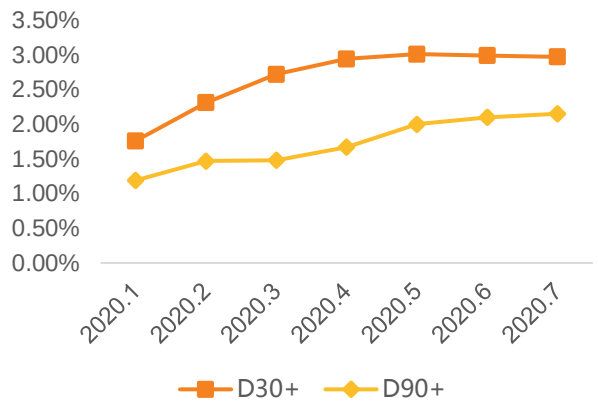
图 66：2017-2019 公司平台促成的消费信贷余额逾期率



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

注：余额逾期率定义为截至某一日期的逾期 30 天以上或 90 天以上的贷款本金余额（扣除已核销贷款），除以由公司平台促成的贷款本金的总余额（扣除已核销贷款）

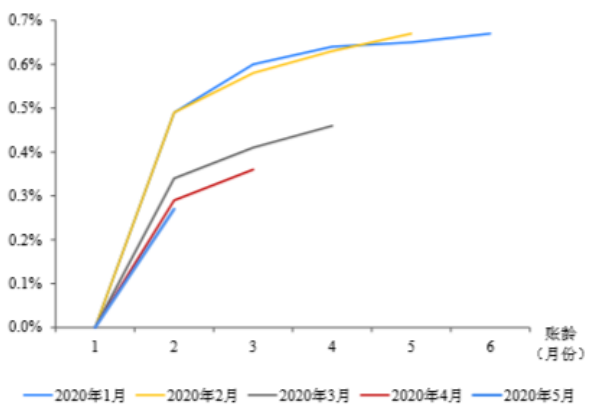
图 67：2020 公司平台促成的消费信贷余额逾期率



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

注：余额逾期率定义为截至某一日期的逾期 30 天以上或 90 天以上的贷款

图 68：2020 消费信贷历史批次 M1+逾期率



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

注 ：历史批次 M1+逾期率的定义为：某个批次逾期超过 1 个月的本金总额，

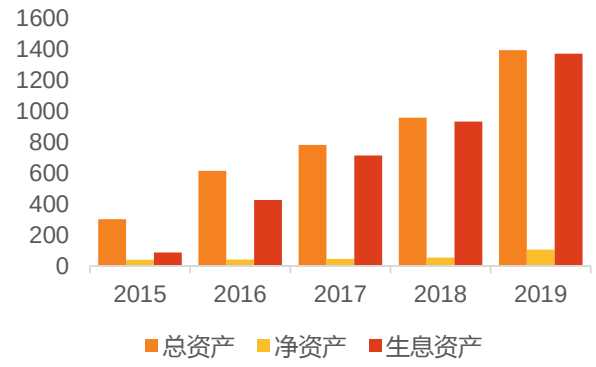
本金余额（扣除已核销贷款），除以由公司平台促成的贷款本金的总余额（扣除已核销贷款）

减去同一批次逾期贷款已回收 本金总额，再除以该批次所有贷款的初始本金总额

3.1.2.3. 网商银行：净息差行业领先，深入服务“小微+三农”用户

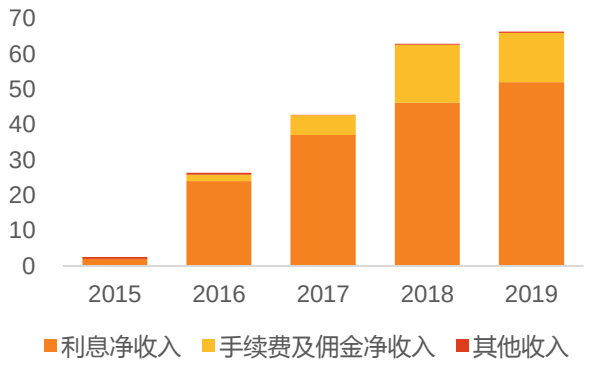
网商银行坚守差异化的小微发展定位，通过持续加强业务创新，各项业务快速稳健发展。截至 2019 年末，网商银行总资产 1395.53 亿元，净资产 105.18 亿元，年末资本充足率 16.4%，生息资产 1371.52 亿元，占总资产的 98.28%。网商银行信用风险状况总体可控，2019 年末不良贷款率为 1.31%。从收入结构来看，2019 年利息净收入为 51.97 亿元，同比增长 12.42%，占营业收入的 78.41%。

图 69：2015-2019 年网商银行各项资产情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

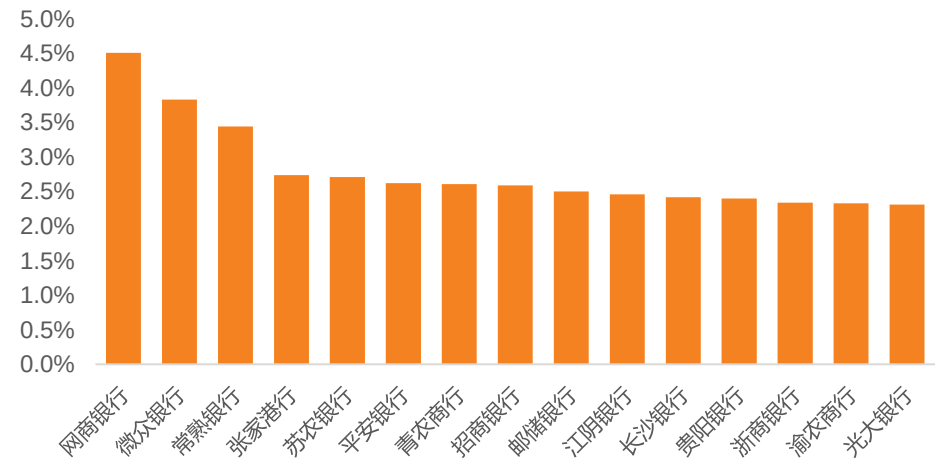
图 70：2015-2019 年网商银行收入结构（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2019 年网商银行净息差为 4.51%，与微众银行及其他上市银行相比排名第一。网商银行主要面向小微企业和“三农”客户提供金融服务，资产收益率明显高于行业平均水平。

图 71：2019 年网商银行、微众银行与上市银行净息差排序



资料来源：Wind，天风证券研究所

从网商银行信贷产品来看，以网商贷和旺农贷为例，**网商贷日利率一般在 0.016%-0.0475%左右，无提前还款手续费，而旺农贷日利率一般在 0.016%-0.047%左右，将收取提前还款金额 1%的手续费。**若逾期还款，网商贷和旺农贷都将按照“逾期账单金额（逾期本金加利息）*利率*1.5*逾期天数（不计算当天）”收取罚息。

表 20：网商贷、旺农贷对应计价规则

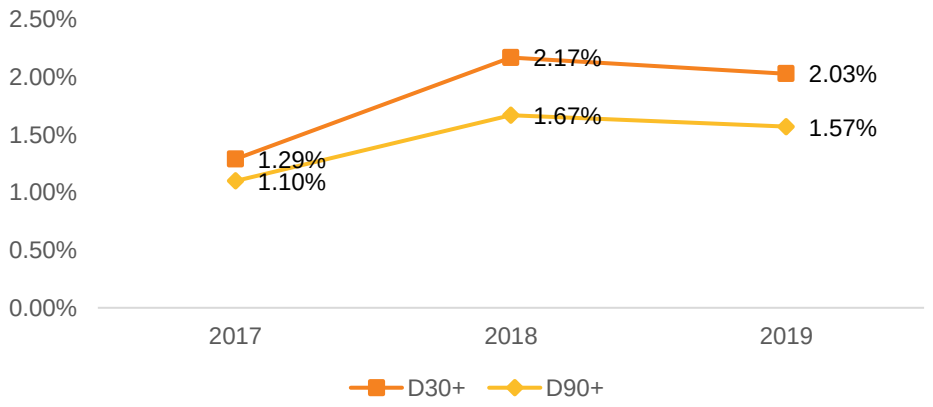
产品名称	网商贷				旺农贷
	阿里信用贷	国际站专享	淘宝/天猫信用贷	速卖通	
日利率	根据信用不等，0.016%-0.0475%左右				根据信用不等，

					0.016%-0.047%左右
额度	1 元起贷，最高 200 万				最高 50 万
期限	固定贷 12 个月，循环贷最长为 6 个月	12 个月	6 个月（随借随还）、12 个月（等额本金）	单笔最长 12 个月	3 个月、6 个月、9 个月、12 个月、24 个月
提前还款	无手续费	1-3 期不可提前还款，后面的还款期中提前还款无手续费	无手续费	无手续费	收取提前还款金额 1%的手续费
逾期罚息	逾期账单金额（逾期本金加利息）*利率*1.5*逾期天数（不计算当天）				

资料来源：网商银行官网，天风证券研究所

网商银行独立执行信贷风险评估，并基于集团的客户洞察和技术能力，开发了一套信贷风险管理系统，有效控制了小微经营者的信贷资产质量，2017-2019 年其历史批次 M1+逾期率皆小于 0.7%。

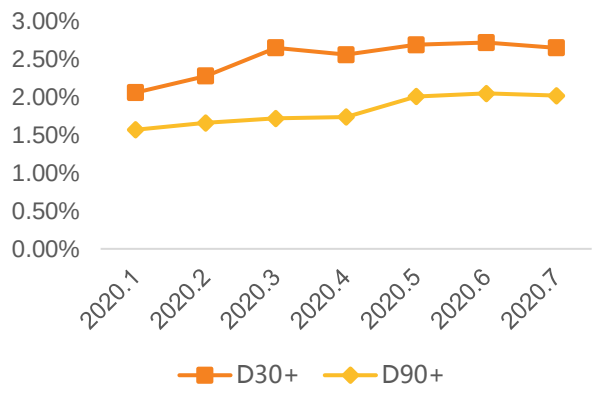
图 72：2017-2019 公司平台促成的小微经营者信贷余额逾期率



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

注：余额逾期率定义为截至某一日期的逾期 30 天以上或 90 天以上的贷款本金余额（扣除已核销贷款），除以由公司平台促成的贷款本金的总余额（扣除已核销贷款）

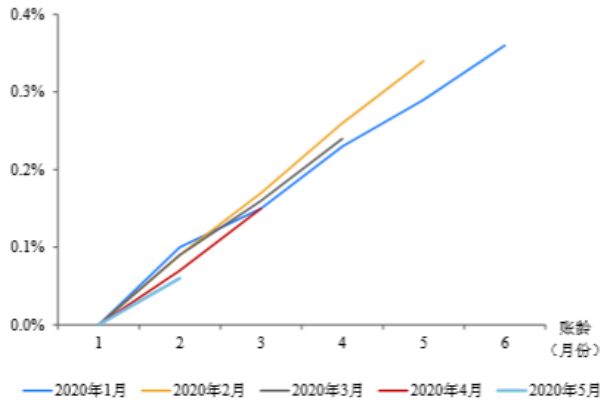
图 73：2020 年公司平台促成的小微经营者信贷余额逾期率



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

注：余额逾期率定义为截至某一日期的逾期 30 天以上或 90 天以上的贷款本金余额（扣除已核销贷款），除以由公司平台促成的贷款本金的总余额（扣除已核销贷款）

图 74：2020 年小微经营者信贷历史批次 M1+逾期率



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

注 ：历史批次 M1+逾期率的定义为：某个批次逾期超过 1 个月的本金总额，减去同一批次逾期贷款已回收 本金总额，再除以该批次所有贷款的初始本金总额

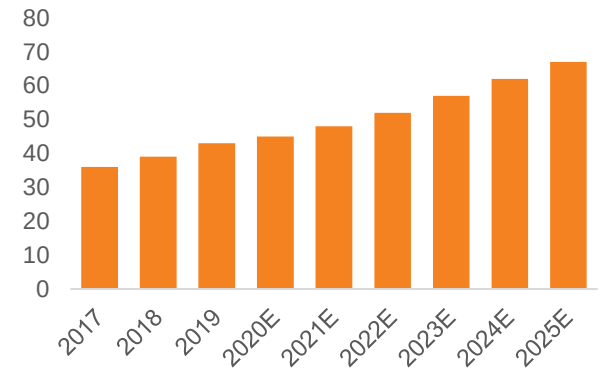
3.2. 理财科技平台：建设开放理财平台，大力发展基金销售

3.2.1. 财富管理行情：线上理财需求旺盛，供给端标准化提高

3.2.1.1. 居民可投资资产快速增长，各类理财需求旺盛

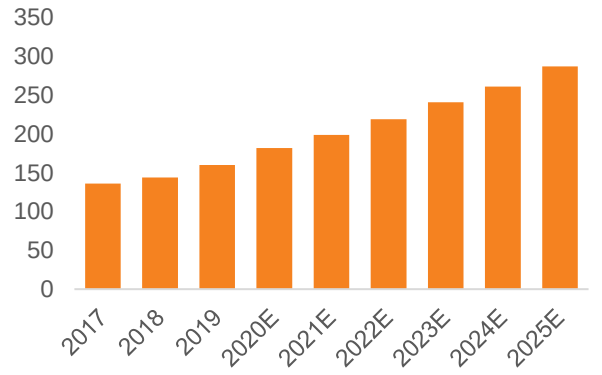
近年来中国居民可投资资产呈快速增长态势。2019 年至 2025 年间，中国个人可支配收入总额预计以 7.6%的年均复合增长率增长，到 2025 年将达到 67 万亿元；其中，我国居民可投资收入从 2017 年的 136 万亿元增长到 2019 年的 160 万亿元，并预计将在 2025 年达到 287 万亿元。此外，2019 年我国个人可投资资产总规模中现金及存款投资占比达 58%，远高于美国的 12%，我国理财市场仍具有巨大的发展空间。

图 75：中国个人可支配收入（万亿）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

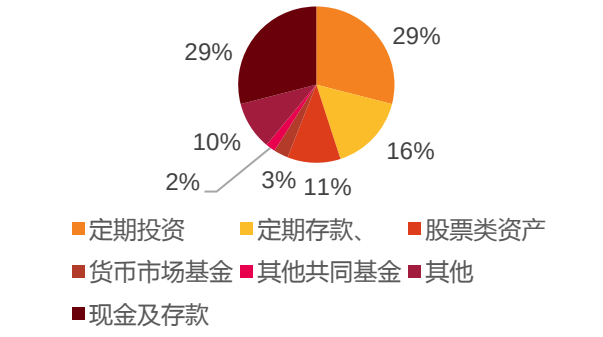
图 76： 中国居民可投资收入（万亿）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

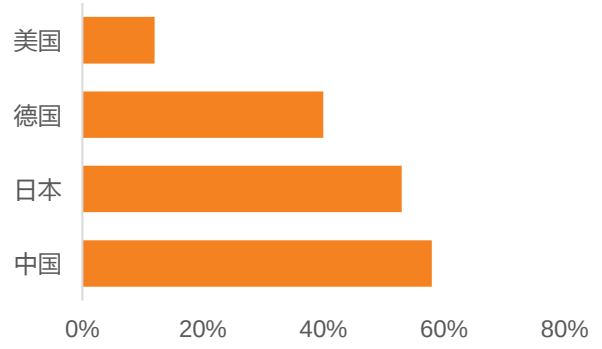
居民理财活跃用户增速快且理财选择多样化，细分领域增长潜力大。根据 questmobile 统计，截至 2019 年 9 月我国综合理财业务总活跃用户数达 4919 万人，同比上升 6%，人均打开理财 APP 数量为 2 个，市场交易活跃。在投资结构方面，共计 61%的投资者将资金投资于定期投资、定期存款、股票类资产、货币市场基金及其他共同基金，占比分别为 29%、16%、11%、3%及 2%；据奥纬咨询研究，上述五类理财产品的合计资产规模将在未来 5 年中以 13.9%的年均复合增长率持续提升。

图 77：中国个人可投资资产构成



资料来源：奥纬咨询分析，天风证券研究所

图 78：现金及存款占个人可投资资产的比例

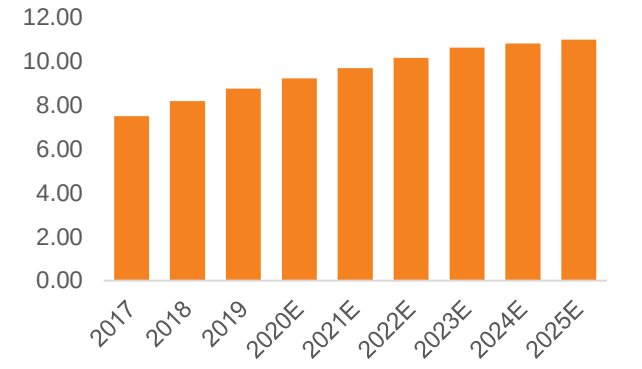


资料来源：奥纬咨询分析，天风证券研究所

3.2.1.2. 线上理财产品发展迅速，产品标准化程度高

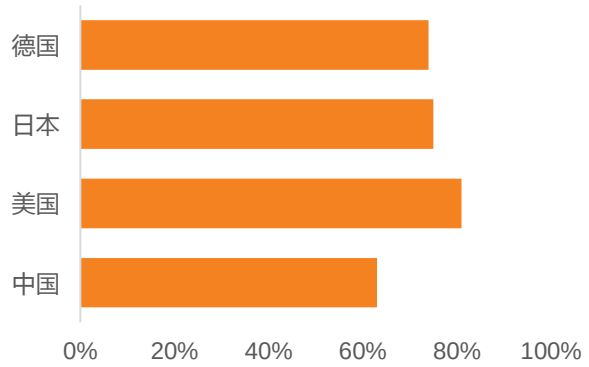
在需求方面，随着数字化技术的深入发展及用户投资风格的不断转化，线上理财产品的规模呈快速发展趋势。中国移动互联网用户群体巨大， 2019 年共计有 8.77 亿的互联网用户，并预计 2025 年可增长至 11 亿；2019 年中国通过在线渠道销售的个人可投资资产规模达到 21 万亿元，预计在 2025 年可达到 69 万亿元，年均复合增长率达到 21.6%，线上理财前景广阔。

图 79：中国移动互联网用户数量（亿）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

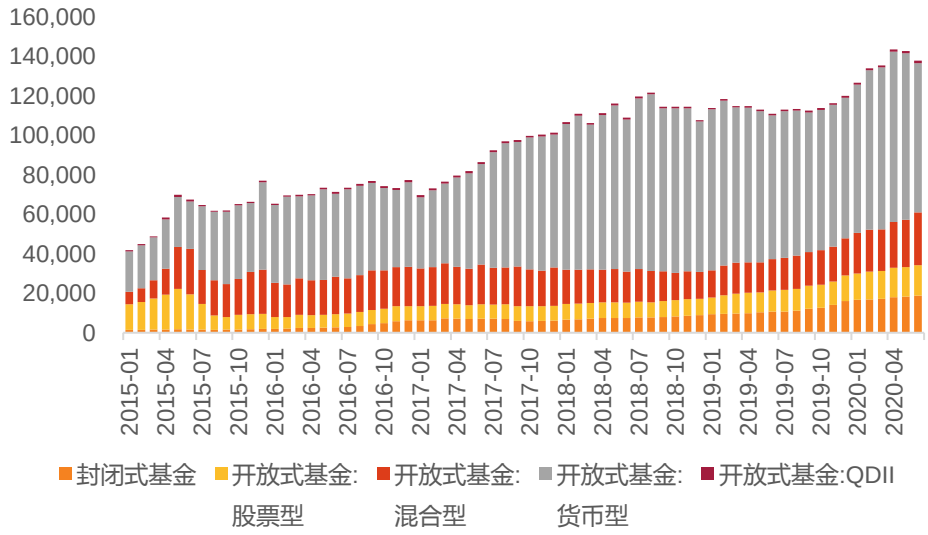
图 80：2019 年移动互联网用户渗透率比较



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

在供给方面，基金数量逐年增加，产品标准化程度高。截至 2020 年 6 月末，公募基金净值 16.9 万亿，基金净值较 2015 年末年均复合增长 17%，其中，货币型基金、债券型基金、股票型基金、混合型基金分别复合增长 13%、39%、17%、4%；2020 上半年基金净值增长了 14%，货币型基金、债券型基金、股票型基金、混合型基金分别增长了 6%、13%、18%、41%。

图 81：公募基金规模（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

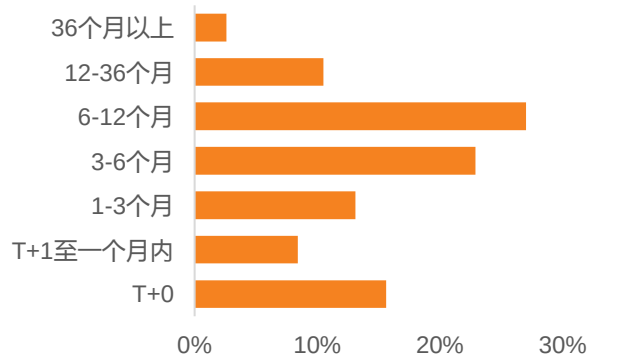
3.2.2. 战略模式：以余额宝、余利宝为主体的多元理财产品匹配平台

3.2.2.1. To C 端：以余额宝为重点的各类普惠理财产品

以自有支付体系为支撑，蚂蚁集团于 2013 年推出普惠货币基金理财产品“余额宝”，并携手诸多机构引入各类理财产品，逐步形成了极具竞争力的面向消费者的线上理财平台。

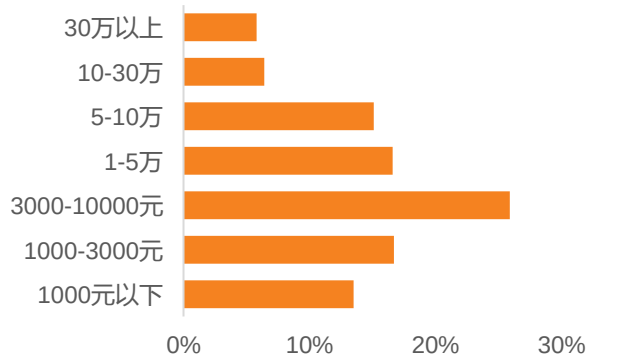
1) **平衡收益及流动性的自有理财产品，特点符合市场需求。**余额宝为蚂蚁集团子公司天弘基金管理公司所推出的一款面向个人用户的低门槛低风险的货币市场基金，余额宝将理财体系与旗下支付体系相连接，余额宝资金不仅可以按日获得收益，随时被用于在生活中各类场景进行消费，还具备实时赎回功能。**余额宝重新定义了数字理财服务的标准：简单、方便、低门槛、透明、随时随地，具备许多独有优势。**根据 questmobile 数据，2019 年有 49%的理财者偏好货币基金理财方式，在资产配置偏好中排名第一位；在投资期限方面，将近 87%的理财者偏好一年内的投资周期，并有 15.6%的投资者偏好“T+0”投资方式；在投资金额方面，有超过半数的投资者理财金额在 10000 元以下。

图 82：理财人群投资周期偏好



资料来源：questmobile，天风证券研究所

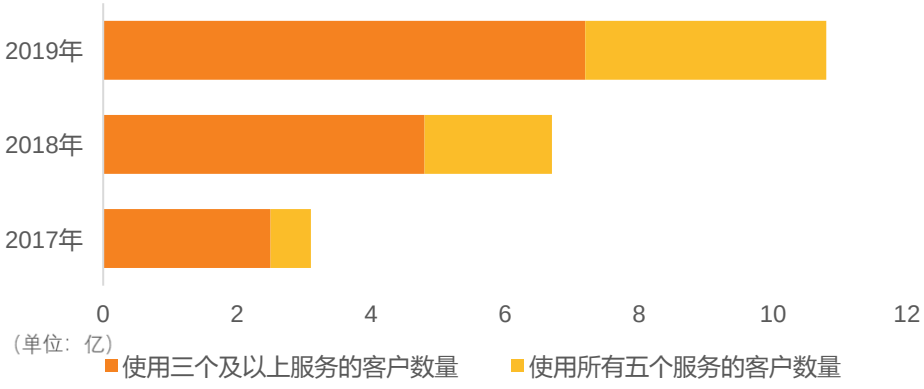
图 83：理财金额分布



资料来源：questmobile，天风证券研究所

2）客户来源可靠稳定，潜在客户转化率高。截止至 2020 年 8 月，支付宝 APP 年度活跃用户超 10 亿，数字金融月活跃用户 7.11 亿，而提供同类服务的京东金融 2019 年月活跃用户仅 3225 万，蚂蚁集团自有客户群体在市场上呈绝对优势；在中国人均可投资收入快速提升环境下，，蚂蚁理财平台可提供不同的风险及收益属性的产品，满足消费者日益增长的多元化理财需求。此外，据蚂蚁集团投资者日数据，2019 年支付宝活跃用户中每 10 位用户中便有 4 位用户使用蚂蚁集团所有类别的服务，该类别近三年呈快速提升趋势，预计理财业务的市场亦会随之扩大。

图 84：客户使用蚂蚁服务情况



资料来源：蚂蚁集团投资者日资料，天风证券研究所

3）平台合作机构众多，产品标准化程度高。截止至 2020 年 6 月，蚂蚁集团累计与 2000 多金融机构达成合作伙伴关系，其中约有 170 家资产管理公司，业务范围涵盖证券、基金、股票及保险；在蚂蚁集团“财富号”功能的推广下，各类资产管理机构累计向客户提供近 6000 多种产品，累计管理资产总额达 40986 亿元。公司平台可便捷地获得投资者教育、产品透明度及风险评估工具，为用户提供广泛的投资产品选择，这些产品投资门槛低、易于理解，并可通过公司的人工智能选择引擎进行有效匹配，极大地提升了线上理财需求。截至 2020 年 6 月，已有超过 5 亿用户通过蚂蚁集团的理财科技服务平台进行投资。

4）产品智能化匹配，平台科技水平高。蚂蚁平台借助自身的人工智能服务及风险评估模型自动为客户匹配合适的线上理财产品，在满足客户理财需求的同时降低了平台的运营成本。“帮你投”是蚂蚁集团于 2020 年推出的基于人工智能技术的定制化投资产品，能在 6000 多只公募基金中快速寻找优化投资组合推荐给理财需求者，并以此收取一定的服务费用。该产品成功实现了将面向高净值客户的定制化财富管理解决方案低成本地应用于广大消费者群体，上线 100 天已获得 22 亿元的投资额。

3.2.2.2. To B 端：以余利宝助力小微经营者发展

蚂蚁集团通过子公司天弘基金及与其他第三方公募基金管理公司合作，向小微经营者推出了一站式现金管理服务产品“余利宝”，为小微经营者提供现金理财服务。最初余利宝只对接天弘云商宝货币基金，2018 年 10 月后余利宝逐步进行升级，升级后可购买多只货币基金。余利宝对应的货币基金销售服务由网商银行提供，只有开通网商银行账户才能购买。

图 85：余利宝产品介绍

资料来源：支付宝 APP，天风证券研究所

图 86：余利宝应用案例一览

资料来源：蚂蚁集团官网，天风证券研究所

余利宝的投资门槛低、可实现实时投资与赎回、免费转账和快速存取，具有高流动性。目前余利宝企业账户最大申购限额是 5000 万，余利宝个人账户最大申购限额是 1000 万。

表 21：余利宝产品性质

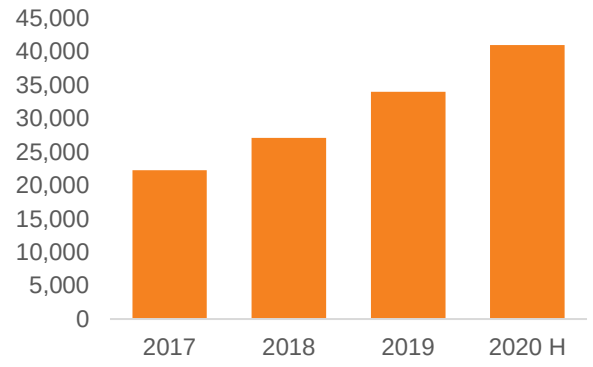
指标	相关内容
投资门槛	“低门槛”，0.01 元即可转入
手续费	“零费用”，无转入、转出费用
便捷性	可快速存取，已升级个人用户每日 10 万元快速到账转出到卡额度
申购额度	企业账户最大申购限额：5000 万 个人账户最大申购限额：1000 万

资料来源：网商银行官网，天风证券研究所

3.2.3. 盈利模式：自营业务+开放理财平台双渠道盈利

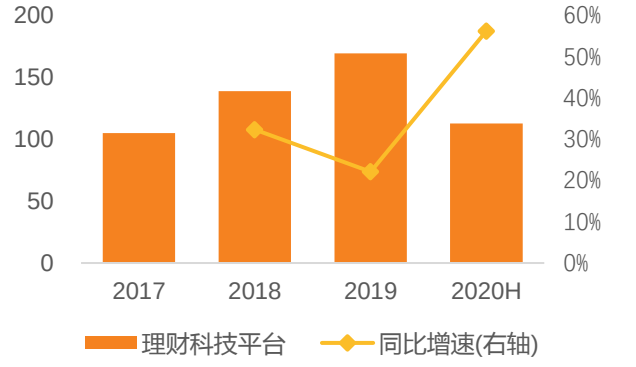
蚂蚁集团理财业务收入来源主要是向理财机构按促成的资产规模收取技术服务费用。2020 年，蚂蚁集团理财科技平台半年度营业收入为 112.83 亿元，同比增长 56.25%；2017 年、2018 年及 2019 年其理财科技平台营业收入分别为 104.9 亿，138.82 亿及 169.52 亿，年均复合增速为 27.1%，规模扩张明显。

图 87：理财科技平台促成的资产管理规模（亿元）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

图 88：理财科技平台营业收入及增速（亿元）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

3.2.3.1. 自营业务：资产管理及服务费

根据天弘基金运作细则，用户在余额宝、余利宝上认购、申购及赎回基金均不需要缴纳任何的费用，仅需要向基金管理者缴纳包括管理费、托管费及销售服务费在内的日常费用。在收费标准上，管理费率为 0.3%，托管费率为 0.08%，销售服务费率为 0.25%，高于同类产品平均水平。

表 22：余额宝费率一览

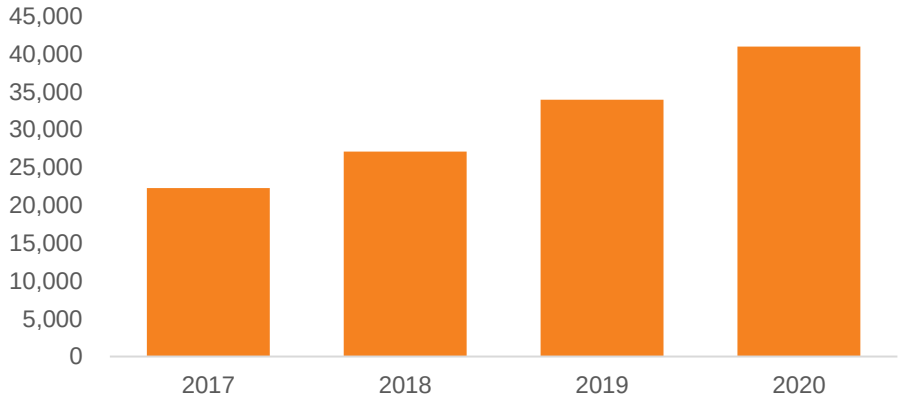
费率类别	费率	同类平均
管理费率	0.3%	0.26%
托管费率	0.08%	0.07%
销售服务费率	0.25%	0.14%

资料来源：wind，天风证券研究所

3.2.3.2. 开放平台：技术服务费

公司平台促成的资产管理规模增长的驱动因素主要为“大理财”业务规模的增长，截至 2020 年 6 月 30 日，蚂蚁理财科技平台 12 个月内促成的资产规模为 40986 亿元。“大理财”业务规模增长主要来自于用户数量和单个用户平均余额水平增长。公司向合作伙伴收取技术服务费用，而这类基金的技术服务费率更高。

图 89：科技平台促成的资产规模（亿元）



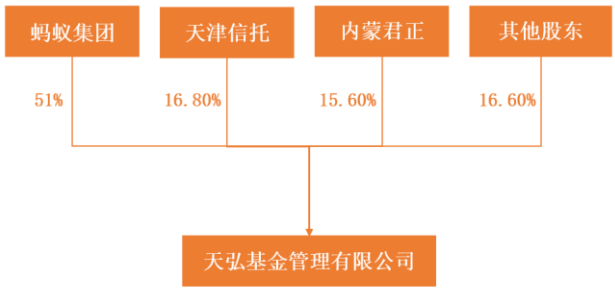
资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

3.2.4. 基金子公司：积极布局资产管理业务，大力拓展基金销售渠道

在互联网金融领域，蚂蚁集团也通过投资基金公司来加快布局资产管理业务。2015 年 2 月，天弘基金完成增资扩股的相关工商变更登记，蚂蚁集团成功入主天弘基金，持股比例 51%。2015 年 4 月，恒生电子同意子公司数米公司（后更名为：蚂蚁（杭州）基金销售有限公司）通过增资扩股引进战略控股股东，蚂蚁集团出资 1.99 亿元获得数米公司增资后 60.8%的股权。**天弘基金是资产管理端，而数米公司是财富管理销售端，蚂蚁集团通过收购把最重要的两个端口打通，相比传统银行渠道会更有优势。**

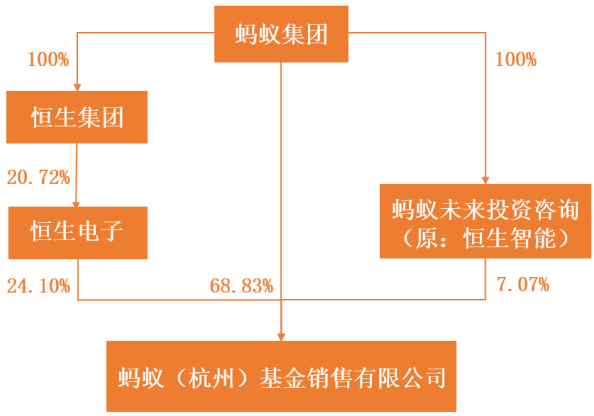
目前，蚂蚁集团持有天弘基金 51%股份，对蚂蚁基金销售直接持股 68.83%，并通过全资子公司杭州蚂蚁未来投资咨询有限公司持股 7.07%。天弘基金和蚂蚁基金销售均在蚂蚁集团并表范围内，影响集团整体经营业绩。

图 90：天弘基金股权结构图



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

图 91：蚂蚁基金销售股权结构图



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，Wind，天风证券研究所

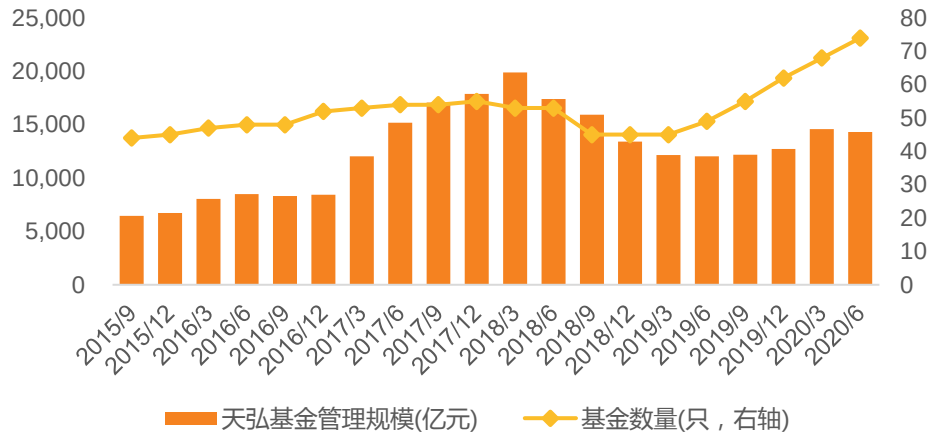
3.2.4.1. 天弘基金：资产管理端

天弘基金成立于 2004 年 11 月 8 日，是经中国证监会批准设立的全国性公募基金管理公司之一。2013 年，天弘基金与支付宝合作推出余额宝，是天弘余额宝货币市场基金管理人。得益于余额宝用户规模的快速增长，天弘基金在基金资产管理规模排名中从五十名外迅速升至中国国内第一（2012 年排名第五十，2014 年排名第一）。

截至 2020 年 6 月 30 日，天弘基金管理规模 1.43 万亿元，基金数量 74 只，是我国目前管理规模最大的基金公司。天弘基金管理的基金类型分为股票型、混合型、债券型、货币

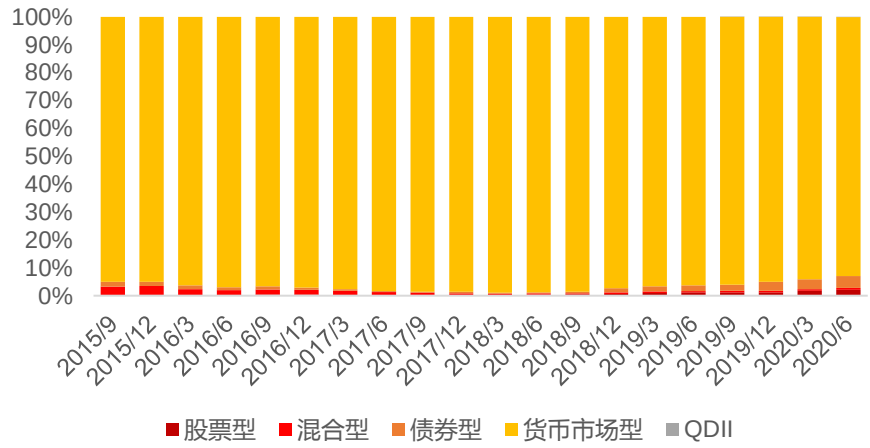
市场型和 QDII，其中以货币市场型为主体，规模占比始终维持在 90%以上。

图 92：天弘基金管理规模及基金数量



资料来源：Wind，天风证券研究所

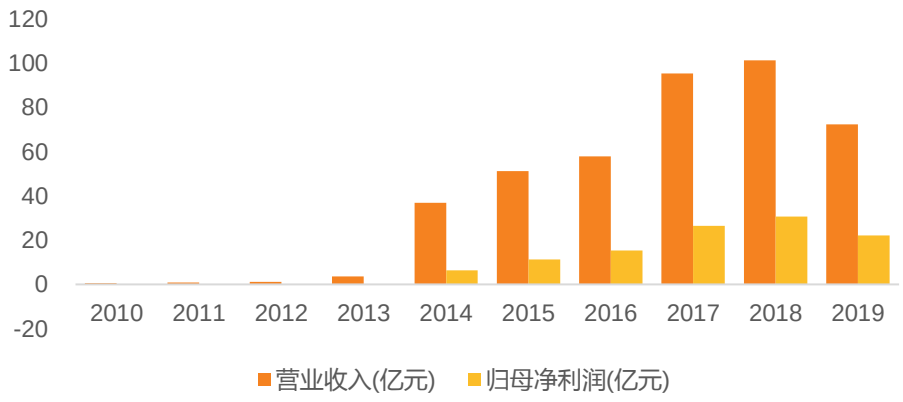
图 93：天弘基金管理不同类型基金规模占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

天弘基金业绩凭借余额宝大幅增长，2014 年营业收入是 2013 年的 10 倍，归母净利润甚至将近 58 倍。**在货币基金收益率大幅下滑的情况下，2019 年天弘基金仍实现营业收入 72.40 亿元，归母净利润 22.14 亿元，行业排名第一。**

图 94：天弘基金经营业绩



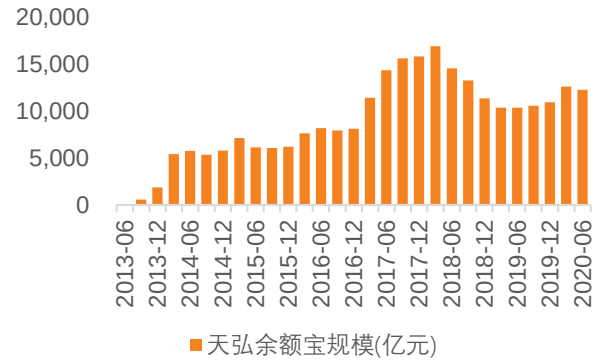
资料来源：Wind，天风证券研究所

- **天弘余额宝货币市场基金**

余额宝推出初期，蚂蚁集团通过持牌子公司天弘基金管理余额宝产品。随着余额宝规模扩大，蚂蚁集团在 2018 年 5 月开始引入第三方公募基金管理公司，在余额宝品牌下提供除天弘余额宝以外的其他货币市场基金产品。截至 2020 年 6 月 30 日，蚂蚁集团已与 24 家第三方公募基金管理公司开展余额宝品牌下的货币市场基金合作，余额宝平台上共接入 29 只货币市场基金。

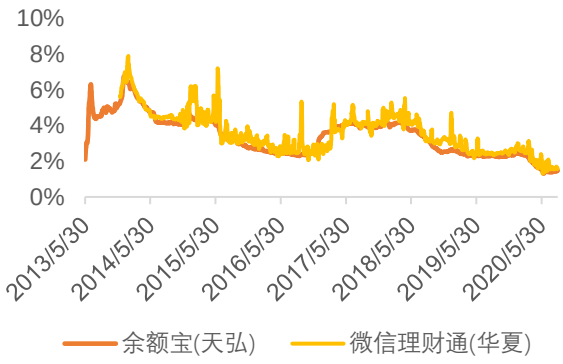
目前，天弘余额宝仍是中国规模最大的单只货币基金，用户数量超过 6 亿，截至 2020 年 6 月 30 日基金规模达到 1.22 万亿元。对比天弘余额宝和理财通平台上华夏财富宝的 7 日年化收益率，天弘余额宝收益率相对更低，2020 年 8 月天弘余额宝 7 日年化收益率维持在 1.40%-1.50%之间，而华夏财富宝基本在 1.55%-1.70%之间。

图 95：天弘余额宝规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 96：天弘余额宝与华夏财富宝 7 日年化收益率对比



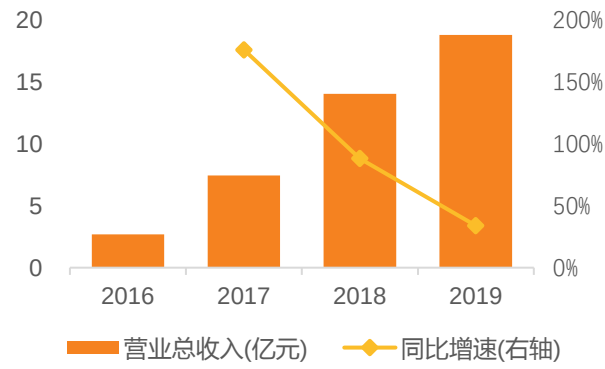
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.4.2. 蚂蚁基金销售：财富管理销售端

数米公司于 2007 年 8 月 6 日在杭州成立，主要为基民、基金公司和潜在的投资者提供理财资讯等服务。数米公司旗下数米基金网始创于 2006 年，是国内首批面向个人投资者的基金垂直网站，也是首批获得证监会颁发资格的独立基金销售机构。2016 年 8 月数米公司正式改名蚂蚁（杭州）基金销售有限公司。

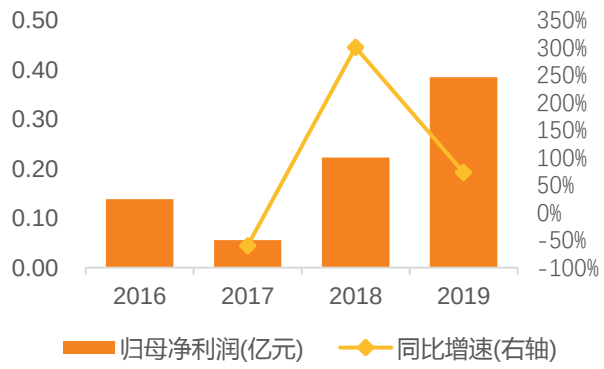
基于支付宝、余额宝平台，**蚂蚁集团拥有庞大的用户群体以及技术服务支持，而蚂蚁基金销售在基金销售渠道和专业经验方面具有优势，两者结合后有助于在互联网金融领域增强竞争实力、协同作用明显。**2019 年，蚂蚁基金销售实现营业总收入 18.81 亿元，同比增长 33.98%，归母净利润 0.38 亿元，同比增速 72.99%。

图 97：蚂蚁基金销售营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 98：蚂蚁基金销售归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 保险科技平台：多业务协同赋能，助力创新保险产品

目前，蚂蚁集团旗下拥有支付、银行、基金、保险、小额贷款等多个金融牌照，同时依托自身在客户引流、消费场景布局、信用数据等方面的优势，正在构建一个多元化的综合金融服务平台。在保险行业，2013 年 11 月蚂蚁集团与平安、腾讯等知名企业共同创办的众安保险正式揭牌开业，2015 年 9 月入股国泰产险并占股 51%，2017 年 5 月设立信美相互保险并持股 34.5%。

表 23：蚂蚁集团保险产品

类型	产品	特征
寿险	全民保	2018 年公司与人保寿险合作推出的养老保险产品
健康险	健康金	向支付宝用户赠送额度上限为两万元的免费健康保障福利
	好医保·长期医疗	长期健康险，覆盖近 100 种重疾
互助项目	相互宝	向用户提供 100 多种重大疾病的健康保障
财险	退货运费险	在淘宝平台推出的中国第一个线上场景险

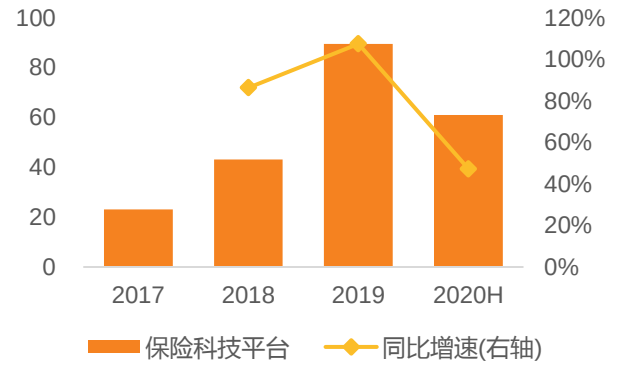
资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

保险业务在蚂蚁集团中总体占尚低，但增速强劲。蚂蚁集团的保险科技业务主要包括相互宝和蚂蚁保险两大模块。相互宝是网络互助计划，收入来源是互助金总额的固定比例管理费；蚂蚁保险主要是为各保险公司和保险经代公司代销保险产品并收取佣金；其他保险业务还包括信美相互和国泰财险，但是占比不大。

2017 年保险科技平台收入为 23.15 亿元，仅占蚂蚁集团营业收入的 3.54%；2019 年保险科技平台收入达到 89.47 亿元，同比增长 107%，较 2017 年增长 286%，增速强劲。2020 年上半年保险科技平台收入为 61.04 亿元，同比增长 47%，增速或受新冠疫情影响放缓，但依旧是高速增长，占营业收入比例也达到 8.42%。

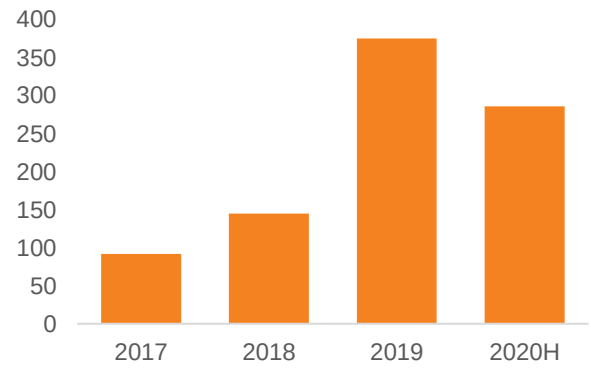
支付宝作为金融消费的主要工具平台，保险业务背靠支付宝，获得了巨大的用户流量和转化潜力，促成的保费及分摊规模也屡创新高：2017 年规模仅为 92 亿元；2018 年为 145 亿元，同比增长 57.6%，2019 年达到 375 亿元，同比增长 159%；2020 年上半年为 286 亿元，同比增长 99%，预计 2020 年全年规模将突破 600 亿。2019 年 7 月至 2020 年 6 月，蚂蚁集团促成的保费规模及分摊规模达到 518 亿元，国内市场排名第一。蚂蚁保险和相互宝在支付宝 APP 中位列主要展示单元，**我们判断保险业务在未来仍能凭借巨大流量优势获得客观增速，保险业务在蚂蚁集团中重要性将逐渐凸显。**

图 99：保险科技平台收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

图 100： 蚂蚁集团促成的保费及分摊规模（亿元）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

3.3.1. 相互宝：网络互助业务，用户规模快速增长

各大互联网巨头相继布局网络互助业务，参与人数未来有望保持快速增长，下沉市场是主要参与群体。截至 2020 上半年，正常运营的网络互助平台已超过 15 个，阿里、腾讯、新

浪、滴滴、美团和苏宁等传统互联网巨头都通过直接运营或股权投资，完成对网络互助业务的布局。根据蚂蚁金融研究院发布的《网络互助白皮书》，2019 年网络互助平台实际参与人数达到 1.5 亿人，预计在 2025 年达到 4.5 亿人，预计 CAGR 达到 20%。网络互助通过低廉的价格吸引下沉市场客群，满足他们的保障需求： 79.5%的参与者年收入在 10 万元以下，72%的参与者分布在三线及以下城市，68%的参与者没有购买商业保险。

用户规模是网络互助平台的主要盈利点。传统保险模式通过事前收取保费、事后赔付的方式，从精算假设与实际的偏差（死差、费差、利差）中赚取利润。互助平台则构建了受助者和参与者之间资金流动的平台，向参与者收取分摊费用后即期给付受助者；互助平台作为中介从中收取管理费用，不依靠精算假设盈利。从管理费用的收费模式来看，网络互助平台主要分为两种：相互宝、点滴互助、360 互助等平台收取互助金额的固定比例用于产品开发、日常运营、核赔调查等，比例在 6%-10%不等；e 互助、夸克联盟等平台按月向所有用户收取人头费用于日常运营和产品开发，互助金的申请者需要自付案件调查费。固定比例费率模式下，平台管理费收入可以表示为：管理费收入=用户规模×赔付率×案均赔付金额×固定费率。无论采用何种收费模式，用户基数是平台收入多寡的决定性因素。

表 24：传统保险和网络互助模式比较

	传统保险模式	网络互助计划
支付者	投保人	参与者
给付者	受益人	受助者
收费方式	预先收费	事后分摊
盈利	**死差益、费差益、利差益**	**管理费**
风险	死差损、费差损、利差损	兜底风险、参与者的信用风险、获客和运营等日常费用过高

资料来源：相互宝官网，蚂蚁集团招股说明书，平安保险年报，天风证券研究所

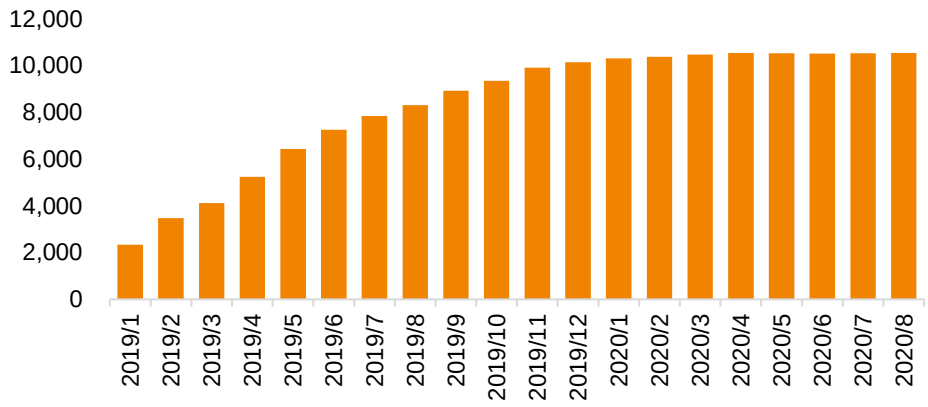
表 25：部分主要网络互助平台的收费模式

平台	费用水平	收费用途	备注
相互宝	8%	管理费	用于产品开发、日常运营、核赔调查等
水滴互助	8%	管理费	用于产品开发、日常运营、核赔调查等
宁互宝	8%	管理费	用于产品开发、日常运营、核赔调查等
美团互助	8%	管理费	用于产品开发、日常运营、核赔调查等
360 互助	10%	管理费	用于产品开发、日常运营、核赔调查等
点滴相互	6%	管理费	用于产品开发、日常运营、核赔调查等
轻松互助	2%	技术服务费	-
	2 元/人/季	账户管理费	只针对领取了活动奖励的互助金又没激活的账户
	-	第三方服务费	通讯服务费、法律顾问服务费、审计服务费、项目资金监管服务费
康爱公社	500 元起	管理费	根据受助资金比例厘定：2-5 万：500 元；5-10 万：1000 元；10-15 万：1500 元；20 万：2500 元
夸克联盟	3000 元	第三方调查费	需自付，审核通过后加上受助款一起分摊
	2%	退出手续费	余额 2%，最低 5 元
	1 元/人/月	管理费	一般互助计划每人每月 1 元，升级互助计划 2.5 元每人每月
e 互助	5 元	提现手续费	单笔 5 元
	1 元/人/月	管理费	等待期满次月按人收取
	3000 元	调查服务费	-
众托帮	0.01 元/人/天	运营管理费	-
	3000 元	调查服务费	-

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

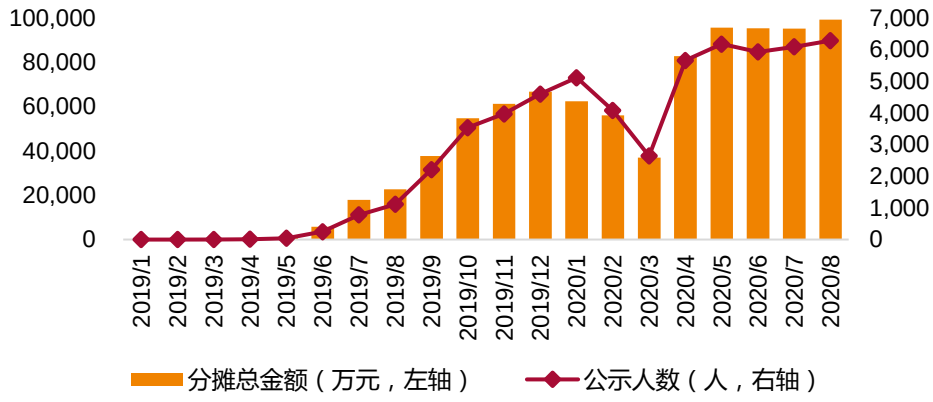
得益于支付宝提供的庞大流量，相互宝一上线便吸引了大量参与者，累计互助金规模达到 89 亿元。相互宝背靠支付宝，拥有庞大的用户流量，客户在支付宝场景内已经接受了长期各类金融消费场景的渗透，蚂蚁集团在推广金融产品时有天然优势。2018 年 11 月，相互宝产品上线，一经推出就受到巨大欢迎：上线三个月，用户破 3000 万；上线一周年，用户破 1 亿；目前已经有 1.05 亿人加入相互宝。截至 2020 年 6 月 30 日，支付宝拥有活跃用户 7.11 亿人次，相互宝产品渗透率仅为 14.8%，仍处于较低水平；支付宝目前将“相互宝”放在主要展示单元，我们判断相互宝用户规模在未来将会继续提升。上线至今，相互宝已经累计帮助了 58504 名受助者，累计互助金规模达到 89 亿元。互助金规模自 2019 年 1 月至 2019 年 12 月间快速攀升，从 64.8 万元升至 6.67 亿元。2020 年 5 月以来公示金额其中 2019 年 7 月至 2020 年 6 月累计帮助 45818 名受助者，促成互助金规模达到 69 万亿元。

图 101：2019 年至今相互宝参与人数（万人）



资料来源：支付宝 APP，天风证券研究所

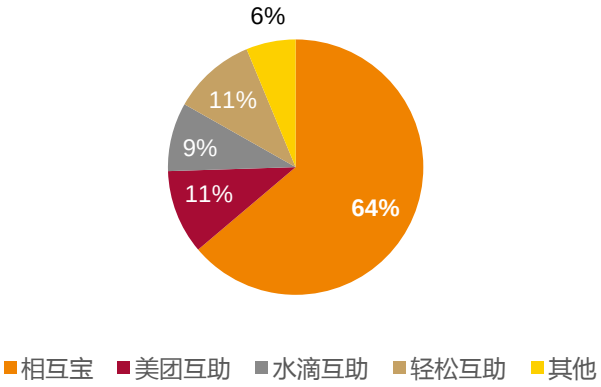
图 102：2019 年至今相互宝公示金额及公示人数



资料来源：支付宝 APP，天风证券研究所

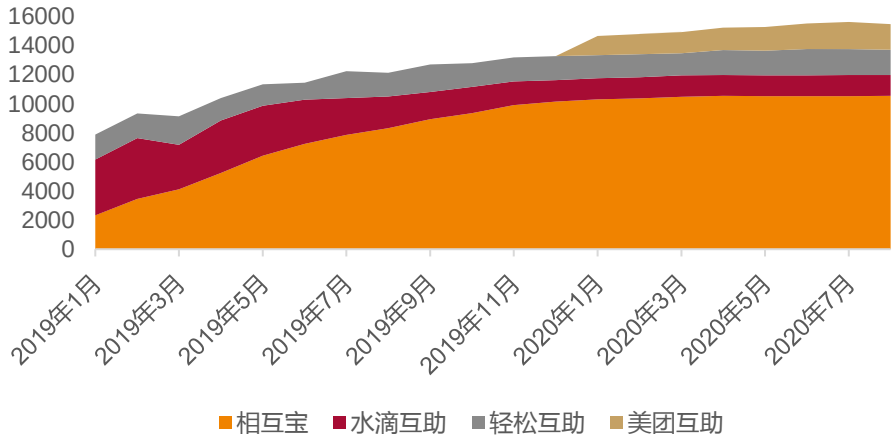
网络互助行业市场集中度较高，相互宝占据绝对竞争优势。用户规模前 4 名的网络互助平台分别是相互宝、轻松互助、水滴互助、美团互助，四家市场份额总计达到 94%，行业集中度较高。相互宝在领衔的四家中一枝独秀，占据市场份额高达 64%，具有绝对竞争优势：除了相互宝拥有破亿的用户规模外，其余三家用户规模仅在 1000 万-2000 万之间。相互宝推出之前，水滴互助拥有最多的用户，达到 3800 万人次；相互宝推出之后，水滴互助用户不断流失，现在仅剩 1428 万人次。美团互助是后起之秀，上线初期吸引了 1300 万人加入，2020 年 7 月已经超过轻松互助和水滴互助成为第二大互助平台，但仍不足相互宝用户规模的 20%，我们判断相互宝能在长期继续维持绝对竞争优势。

图 103：网络互助行业市场占有率



资料来源：各平台官网，天风证券研究所

图 104：2019 年至今网络互助平台 Top 4 用户数变化（万人）



资料来源：各平台官网，天风证券研究所

相互宝相继推出新互助计划以扩大潜在客户面。上线初期，相互宝仅提供大病互助计划，面向 30 天-59 岁人群，保障范围是恶性肿瘤和 99 种大病；2019 年 5 月，上线了老年防癌计划，面向 60-70 岁人群，保障范围是恶性肿瘤，允许部分患有慢性病的老年人加入；2020 年 5 月，上线了慢性病人群防癌互助计划，面向 30 天-59 岁人群，保障范围是恶性肿瘤，允许部分患有慢性病人群加入。相互宝通过推出不同版本的互助计划在不损害原用户利益的基础上降低进入门槛，拓宽潜在客户面，相互宝用户有望进一步增长。

表 26：相互宝互助计划一览

	大病互助计划	老年防癌计划	慢病人群防癌计划
年龄	30 天-59 岁	60-70 岁	30 天-59 岁
互助金	30 万（30 天-39 岁） 10 万（40-59 岁）	10 万	30 万（30 天-39 岁） 10 万（40-59 岁）
覆盖病种	恶性肿瘤+99 种大病+特定罕见病	恶性肿瘤	恶性肿瘤
等待期	90 天	90 天	90 天
备注	需满足健康要求	健康要求放松，三高和心脑血管疾病患者有机会加入	健康要求放松，三高和心脑血管疾病患者有机会加入

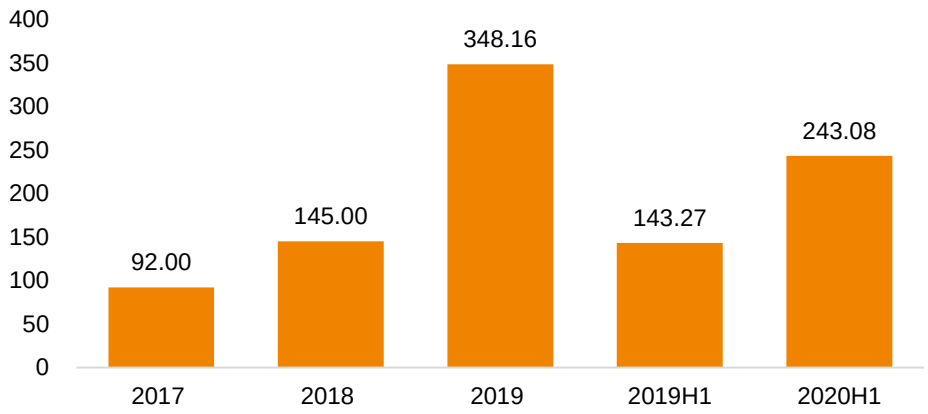
资料来源：支付宝官网，天风证券研究所

相互宝和蚂蚁保险发挥协同效应，在团体互助的过程中为蚂蚁保险培育保险消费者。从相互宝的机制设计来看，风险分担机制、等待期、健康告知等设计都与传统保险产品有相似性，相互宝用户在参与过程中对于健康险产品了解程度提升；陪审团制度和案件公示增加了案件透明度，在案件的耳濡目染下强化了相互宝用户的风险意识和保险保障意识。从用户界面来看，蚂蚁集团已经开始尝试将相互宝用户进一步转化为保险消费者：在相互宝的用户界面，点击“升级保障”按钮即进入由中国人保提供的“好医保·长期医疗”健康险销售界面，为用户提供 400 万 100 种重大疾病医疗保险金和 200 万一般疾病及意外医疗保险金，和相互宝形成“定额给付+费用报销”的双重保障网。

3.3.2. 蚂蚁保险：保险板块主要盈利点

蚂蚁保险是为保险消费者和保险机构提供购买和销售的网络中介平台，是蚂蚁集团在保险板块的主要盈利点。蚂蚁保险一端连接 C 端用户，另一端与各家保险公司合作，代销各类互联网保险产品，主要盈利方式是从保险产品的成交金额中抽取佣金。蚂蚁保险得益于支付宝平台带来的巨大用户流量，极大地促进了保险产品的成交金额。2017 年，蚂蚁保险促成保费规模为 92 亿元；2018 年为 145 亿元，同比增长 57.6%；2019 年达到 348 亿元，同比增长 140.11%；2020 年上半年促成保费规模为 243 亿元，同比增速或受疫情影响不及 2019 年的水平，但也高达 69.66%。若 2020 下半年能保持同样增速，2020 年蚂蚁保险促成保费规模将达到 590 亿元，有望冲击 600 亿元。

图 105：2017 年-2020H1 蚂蚁保险促成的保费规模（亿元）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，支付宝 APP，天风证券研究所

蚂蚁保险采用保险超市模式，产品种类多覆盖广。蚂蚁保险为各大保险公司和保险经代代销保险产品，主要合作者包括人保、国寿、平安、太保、泰康、安联等数家知名保险公司，代销产品中有 19 款保险公司联合定制产品，也有普通的代销产品。

蚂蚁保险提供约 175 种保险产品，覆盖险种多样化。**医疗险方**面提供各种短期和长期的医疗险，主推产品是和人保健康联合定制的“好医保”系列，包括好医保长期医疗险和好医保终身防癌险，保障范围包括一般医疗、重疾医疗、癌症医疗等，“低保费高保障”是产品主打特性。**重疾险**方面提供短期和长期重疾险、短期特疾险等，主推产品是和人保、国泰、国华联合定制的“健康福”系列，保障时限从 1 年到终身不等。意外险方面提供综合意外险、交通意外险、旅游意外险等，主推产品覆盖各年龄段，包括支持家庭投保的“无忧保”、少儿专属的“萌宝保”、老年人专属的“老年人综合意外险”。**寿险方面**包括定期寿险、终身寿险、年金险，主推产品是和同方、太平、国华联合定制的“全民保”系列，包括定期寿险、教育年金、养老年金。**财险方面**提供车险、基于消费场景的创新型保险、家财险等，主推产品是和众安合作的新型保险，包括宠物医疗险、手机碎屏险以及“全家保”综合险；车险提供多家保险公司报价服务，帮助消费者选择最优惠的产品。

表 27：蚂蚁保险主要代销产品一览

主要产品	产品形态	产品方

1、医疗险	蚂蚁定制产品	
好医保长期医疗险	保证续保 6 年	人保健康
好医保终身防癌医疗险	保证续保终身	人保健康
其他 27 款	长期/短期医疗/海外医疗/门诊、牙科医疗等	平安健康/财险、众安保险、泰康人寿/在线、国寿财险、太平财险等
2、疾病险	**蚂蚁定制产品**	
健康福重疾险（保 20 年/30 年）	长期重疾险	人保健康
健康福重疾险（保 1 年）	短期重疾险	国泰产险
健康福重疾险（保终身）	长期重疾险	国华人寿
健康福少儿重疾险	长期重疾险	人保健康
其他 17 款	长期重疾险/短期重疾险/短期特疾险等	人保寿/财险、平安健康/财险、众安保险、太平财险、太保产险、阳光人寿等
3、意外险	**蚂蚁定制产品**	
无忧保综合意外		众安保险
萌宝保少儿综合意外		国泰产险
老年人综合意外		平安财险
出行保亚洲畅行		太保产险
其他 73 款	综合意外险、交通意外险、旅游险等	泰康人寿/在线、人保财/寿险、太保寿险、大地保险、阳光人寿、国寿财险等
4、寿险	**蚂蚁定制产品**	
全民保定期寿险	定期寿险	同方全球人寿
全民保养老金 2020	月缴终身年金险	国华人寿
来攒钱	月缴定期年金险	太平人寿
全民保教育金	月缴定期年金险	太平人寿
小金猪资产计划	短缴定期年金险	弘康人寿
福佑金生年金	短缴定期年金险	海保人寿
其他 16 款	年金险、定期寿险、终身寿险等	信美相互、中荷人寿、国华人寿、中韩人寿等
5、财险	**蚂蚁定制产品**	
全家保家庭综合保障		众安保险
银行卡安全险		人保财险
宠物医疗险		众安保险
手机碎屏险		众安保险
其他 21 款	责任险、家财险等	平安财险、太保财险、大地财险、华安财险、安联财险
5、车险报价及快捷投保		
人保财险、众安保险、太保产险、大地保险、阳光财险、安盛天平、天安财险、太平财险、国寿财险、泰康在线等		

资料来源：支付宝 APP，天风证券研究所

蚂蚁保险主打性价比产品，旨在吸引大众流量。传统保险追求高件均和高价值率，而互联网保险平台的优势在于可以拓展到更多以前没有服务到的场景、需求、人群和方式，因此互联网保险追求覆盖更多场景和更好的转化。互联网保险弱化了传统营销员的作用，获客成本降低，加上蚂蚁集团作为互联网流量巨头拥有很强的议价能力，保险产品的价格被压低，迎合了大众流量对于性价比产品的期待。通过低价获得保障的思路与相互宝相同，两者形成协同作用：相互宝参与人群主要是中低收入人群，商业保险渗透率低，向他们提供性价比高的产品顺应其获得更多保障的需求，蚂蚁集团的招股说明书显示，许多相互宝用户也购买了“好医保”产品，证明相互宝向蚂蚁保险培养保险消费者的思路是成功的。

蚂蚁保险也注重保险消费者的进一步培育。蚂蚁保险开设了“社群”板块，入驻众多保险教育性 KOL，通过直播、推文、问答等多种方式来进行保险教育，KOL 利用支付宝的流量

树立个人品牌，蚂蚁保险和 KOL 寻求双赢。另外，蚂蚁保险还开放了“健康金”模块，用户使用支付宝其他业务（例如支付、购买理财等）后能够获得健康金换取免费的保障额度，从支付宝平台其他业务向保险业务引流，让用户体验商业保险的流程和服务后，进行后续转化。健康金模块中也存在着跳转至“好医保长期医疗”产品销售界面的按钮。

3.3.3. 众安在线：聚焦健康生态，承保端盈利显著改善

众安在线三大股东分别是蚂蚁集团、腾讯、平安，股东背景强大。众安在线于 2013 年 10 月成立，11 月开业，注册资本 12.4 亿，2017 年 9 月在 H 股挂牌上市。众安的股东背景雄厚，成立初期，股东包括蚂蚁集团、腾讯、平安保险、携程（众安在线上市前退出）等互联网明星企业。截止 2020 年中报披露数据，蚂蚁集团是众安在线最大的控股股东，持股比例达到 13.54%。众安在线是蚂蚁集团最重要的非并表保险公司。

表 28：众安在线股权结构

序号	股东名称	持股比例	控股股东	实际控制人
1	蚂蚁科技集团股份有限公司	13.54%	无	马云
2	深圳市腾讯计算机系统有限公司	10.21%	马化腾	马化腾
3	中国平安保险(集团)股份有限公司	10.21%	无	无
4	深圳市加德信投资有限公司	9.53%	深圳市华信联投资有限公司	欧亚非
5	优孚控股有限公司	6.12%	无	张真
6	深圳日讯网络科技股份有限公司	5.51%	中宇集团有限公司	欧亚平
7	H 股	31.96%	/	/

资料来源：众安在线公司年报，天风证券研究所

众安业务布局包括生活消费、航旅生态、健康生态、消费金融生态和汽车五大生态。生活消费、航旅生态定位是与海量用户高频互动，增加用户对品牌的信任、强化互联网保险的用户教育，进而提升用户对众安产品的认知和支付意愿，持续实现跨生态的用户运营，实现用户价值最大化；健康、消费金融、汽车生态主要是延展价值链，提升人均保费，从而使业务结构更加均衡及多元化。

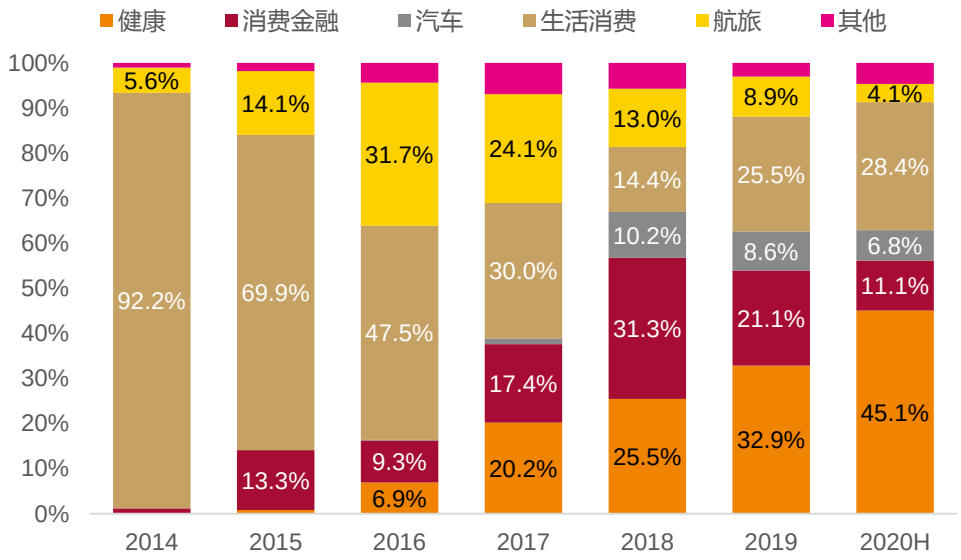
表 29：众安保险的五大生态以及对应产品

五大生态	对应险种	对应产品
生活消费生态	保证保险	退货运费险
	责任险	手机意外险、物流责任险
	货运险	放心淘
	家庭财产险	碎屏险、账户安全险
消费金融生态	信用保证保险	马上花、众乐宝、参聚宝
健康生态	健康险	尊享 e 生、健康团险计划
汽车生态	车险	保骉车险
航旅生态	意外险	航意航延险、火车意外险

资料来源：众安保险官网，天风证券研究所

生态结构不断调整，持续优化业务质量。近年来众安将健康生态放在战略重心，健康生态业务成为众安的主要业务。截止 2020 上半年，健康/消费金融/生活消费/航旅/汽车这五大生态的保费占比分别为 45.1%/11.1%/28.4%/4.1%/6.8%。众安的业务结构不断优化调整，主要体现在健康生态缩减赔付率较高的健康险团险业务,赔付率下降至 45.1%,同比降幅 15.2 pct.；航旅生态缩减承保质量低、渠道费用偏高的航旅渠道，航旅业务业务占比已降至 4.1%；消费金融生态受宏观经济影响收紧风控标准，缩减业务规模。

图 106：2014-2020H 众安保险五大生态业务的保费占比



资料来源：众安在线公司年报，天风证券研究所

众安依托于蚂蚁集团，生活消费业务取得较快增长。近年来众安在生活消费生态业务取得较快增长，与蚂蚁集团之间的合作密不可分。生活消费方面，众安为淘宝和天猫等主流电商平台提供退货运费险、物流责任险、放心淘等基于消费场景的创新型保险。同时进一步探索宠物医疗险、手机碎屏险等新型保险，这些产品的销售都可以在蚂蚁集团旗下产品中找到相关销售渠道，众安的多款产品也在蚂蚁保险页面得到优先展示。

表 30：2015-2020H 众安保险五大生态业务的保费增速

增速（%）	2015	2016	2017	2018	2019	2020H
健康	174672.7%	1127.2%	410.4%	138.2%	67.6%	115.6%
消费金融	3169.2%	4.9%	225.0%	240.5%	-12.2%	-56.7%
汽车	-	628.8%	2018.7%	1356.5%	10.0%	-21.6%
生活消费	118.0%	1.5%	10.3%	-9.6%	130.8%	40.4%
航旅	627.6%	235.8%	32.8%	1.7%	-10.8%	-56.1%
其他	407.0%	255.0%	179.2%	54.9%	-31.9%	82.9%
总保费	187.5%	49.3%	74.7%	89.0%	30.0%	14.7%

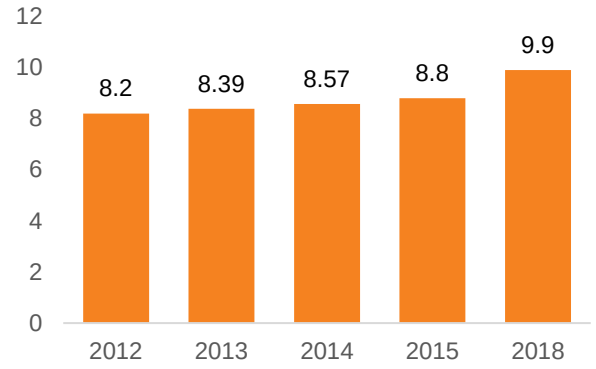
资料来源：众安在线公司年报，天风证券研究所

4. 数据征信：芝麻信用构建商业社会基础设施

4.1. 征信产业行情：传统征信体系覆盖有限，个人征信发展受限

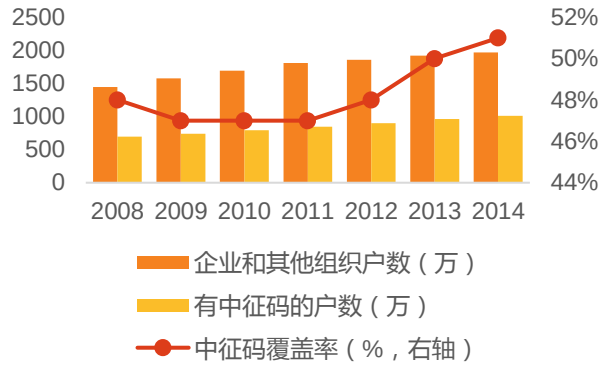
征信是一个完整的互联网金融体系的核心要素之一，而目前我国征信体系并不完善，2014年人民征信中心个人征信覆盖率仅为 25.6%（总人口），企业征信覆盖率约 50%，且与美国相比，我国消费信贷市场基数大，但用户活跃度更低，而传统征信体系的数据来源与应用局限于该金融场景，这也限制了个人征信的发展。

图 107：人民银行征信中心个人征信收录自然人数量（亿人）



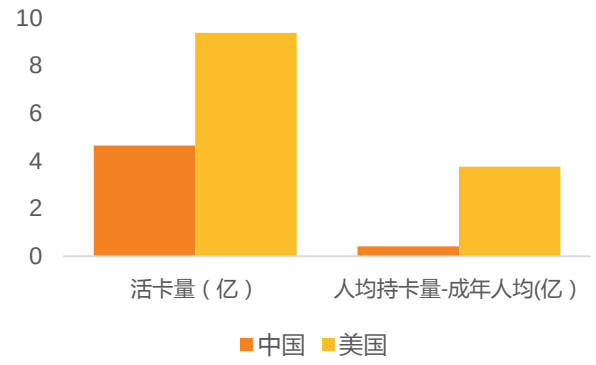
资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

图 108：人民银行征信中心企业征信覆盖情况



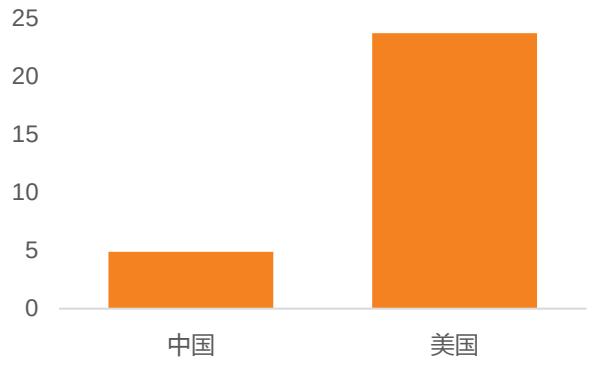
资料来源：中国人民银行征信中心，天风证券研究所

图 109：中美信用卡渗透率对比（亿）



资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

图 110：中美消费信贷规模对比（万亿 RMB，汇率=6.5）

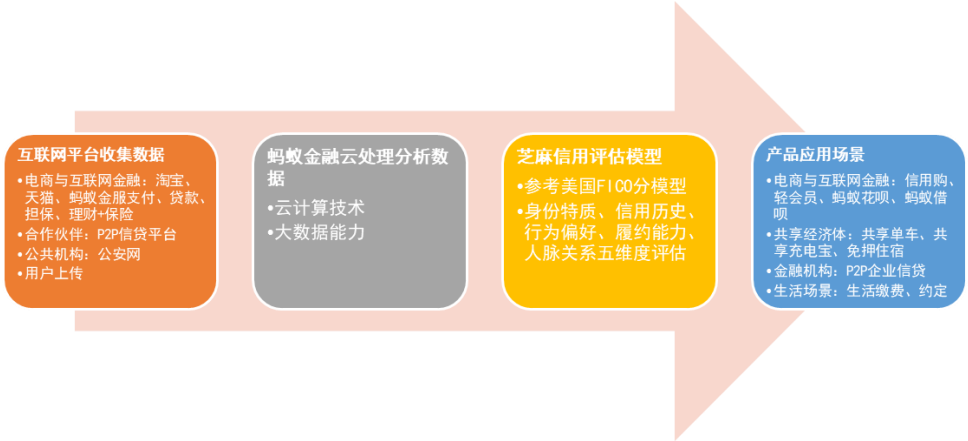


资料来源：中国人民银行，美联储，天风证券研究所

4.2. 业务模式：解决商业场景不信任问题，让信用创造财富

蚂蚁集团深挖大数据价值，建设大数据征信体系，打造商业基础设施。数据是蚂蚁集团的宝贵资产，征信业务是数据变现的有效方式。2015 年蚂蚁集团上线芝麻信用，正式开展征信业务，作为独立的第三方征信机构，芝麻信用整合了 3 亿多实名个人，3700 万多户企业的行为数据，利用蚂蚁金融云积累的大数据能力与云计算技术深度挖掘数据价值，为 B 端和 C 端用户提供征信服务，建立了大数据征信体系。

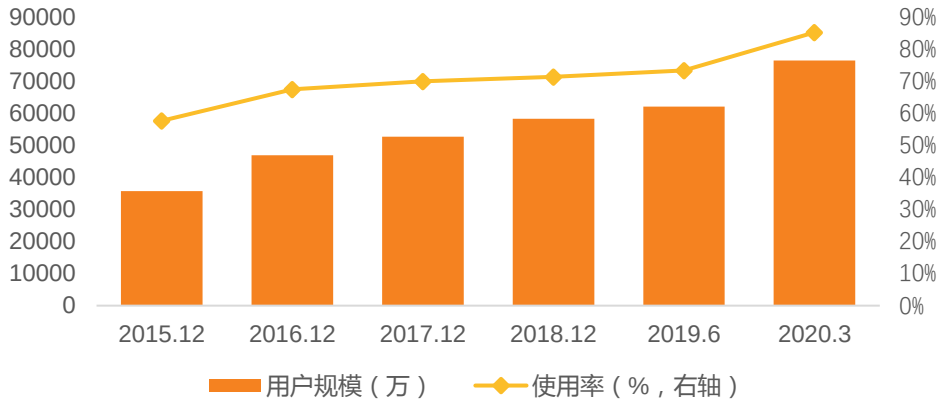
图 111：芝麻信用运作模式



资料来源：宜人智库，贸易金融网，天风证券研究所

芝麻信用覆盖征信市场长尾用户，渗透金融与生活场景，补充了传统征信。相比传统征信，芝麻信用集合了支付宝端口及电商平台积累的庞大流量，面对传统征信未涉及的长尾用户群，2020 年我国移动支付用户规模达到 7.6 亿，使用率达 85.3%，其中支付宝占有了 71%的比重。同时它囊括了生活场景和金融场景，评估维度涉及个人网购信息、信用卡还款、社交信息等方面，让征信模型因子由因果性转为相关性，增加了信用报告的可信度，补充完善了传统征信体系。

图 112：中国移动支付用户规模



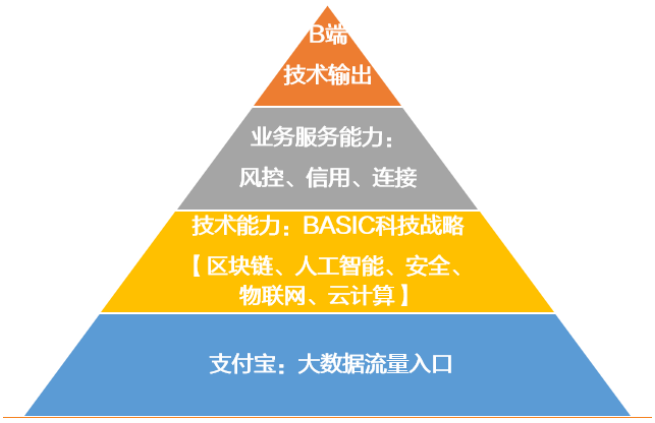
资料来源：CNNIC，天风证券研究所

芝麻信用有 2 条发展主线：一是作为蚂蚁集团生态圈的底层平台支持支付、信贷、风控等业务，二是作为技术输出的内容之一，打造“征信+”模式为产业赋能，建设商业信用社会的基础设施。2019 年芝麻信用未取得个人征信牌照，回归建设商业基础设施路线，发展非金融的个人征信服务与具有资质的企业征信服务。

4.2.1. 业务定位一： TechFin 生态圈的中层设计，承接蚂蚁集团多点布局

受监管要求，蚂蚁集团提出由 FinTech 向 TechFin 转变，铺设从支付到财富、从低级到高级的生态圈，芝麻信用在其中作为中层平台，下承流量入口——支付宝，整合端口大数据，通过 BASIC 科技战略的技术能力输出信用业务服务，打造大数据信用体系；上接 B 端技术服务，创造信用为基的商业与生活场景，构建互联网金融、消费金融、共享经济新业态，连接 B 端客户。

图 113：蚂蚁集团 TechFin 生态

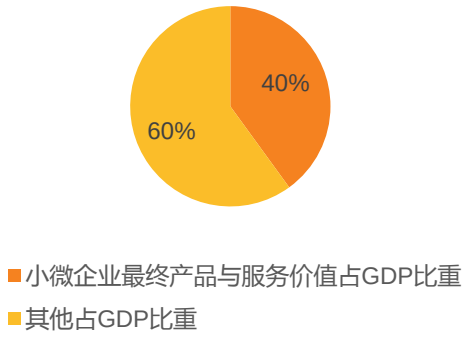


资料来源：CNNIC，天风证券研究所

芝麻信用是连接底层第三方支付到顶层创造财富的通道，建立信用基础以协同多个业务场景，为蚂蚁集团版图扩张奠基。蚂蚁集团依托支付宝的使用率和移动支付覆盖率，延展信

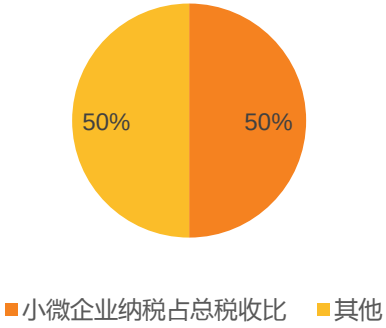
用类业务有天然优势、便利和吸引力，**消费金融中**，芝麻信用接通与信贷产品如蚂蚁花呗、蚂蚁信呗的端口，提供个人征信服务，在监管下，二者协同“曲线”发展消费金融，放宽了传统信贷的门槛，满足信贷市场长尾用户的需求；**小微金融**中，芝麻信用输出技术支持，打造“融资+征信”，“保险+征信”的新业态模式满足小微企业硬性需求。小微企业体量大，贡献大，但传统征信体系和融资产品脱离，其融资较难。

图 114：2017 年小微企业最终产品与服务价值占比



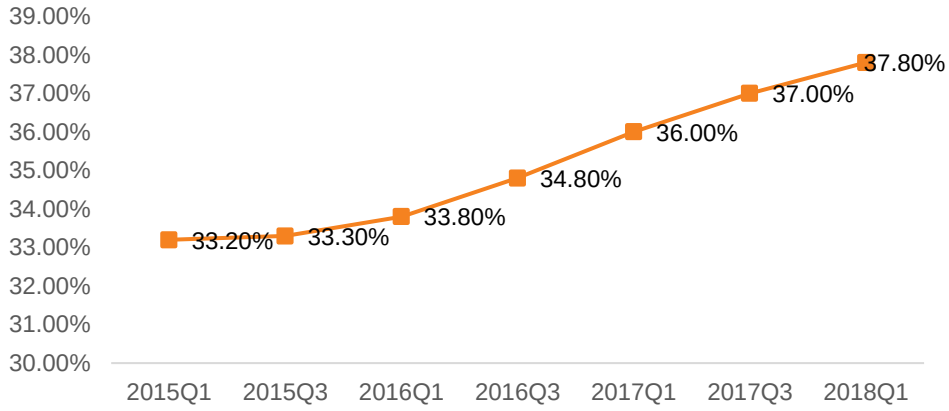
资料来源：《关于改善小微企业金融服务的几个视角》，天风证券研究所

图 115：2017 年小微企业纳税占比



资料来源：《关于改善小微企业金融服务的几个视角》，天风证券研究所

图 116：中国金融机构小微企业贷款余额占金融机构企业贷款余额比



资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

芝麻信用具有企业征信经营资质，可提供企业信用评分、信用报告、风险云图、关注名单和风险监控等服务，协同蚂蚁集团网商银行打造小微企业贷款融资“一站式服务”，开辟中小企业信贷的“蓝海市场”。2020 年 3 月蚂蚁信用评估有限公司成立，蚂蚁集团持有其全部股权，进一步深入“企业征信业务”领域；**生活场景**中，芝麻信用开发 C 端信用生活方案，以信用住、信用购等产品渗透个人生活场景，培养信用习惯，增强用户粘性，利于其他业务延伸开展。

4.2.2. 业务定位二：商业社会的基础设施，输出技术赋能产业

芝麻信用深化了支付宝的功能，将解决不信任问题的外延扩展至商业场景，以“信用免押”建立 B 端和 C 端的信任纽带，并且通过后续信用记录的更新，赋予芝麻信用分与押金相似的风控能力。芝麻信用已在共享经济、租赁行业等行业得到深度应用，外输征信技术打造“征信+”新业态，降低行业运营成本，提高资源配置效率，联合多平台打造立体的商业信用体系。

表 31：芝麻信用个人征信业务

应用场景	服务内容
信用租赁	芝麻信用联合多家租赁平台（探物、衣二三等）为信用良好用户提供

	免押金租赁的服务，包括数码产品、衣物、家电等商品
信用借还	信用良好用户可免押金借还雨伞、充电宝等。
免押骑行	芝麻信用联合公共自行车服务商为信用良好用户提供的绿色交通服务
免押租车	芝麻信用联合多家汽车租赁公司（神州租车、一嗨租车等）提供的边界租车方式，无需排队刷卡，在线预定即可免押金租赁车辆，仅需要2-3 分钟
免押住宿	芝麻信用联合多家租房平台（相寓、优客逸家等）合作提供信用租房。根据芝麻分的不同，租房平台会提供不同的租房方案，租房免押，房租月付，为年轻人减轻租房的押金压力
信用出游	芝麻信用联合多家酒店、民宿平台（飞猪旅行、小猪短租等）推出先住后付的免押金服务，可以享受免押金、免排队、免查房的服务。

资料来源：芝麻信用官网，天风证券研究所

4.3. 盈利模式：由金融变现到技术输出变现

去金融化后芝麻信用旨在建设商业社会基础设施，打造以技术输出为核心的盈利模式。2018 年 ATEC 大会上蚂蚁集团提出全面开放技术、能力与业务，芝麻信用平台开放信用能力间接参与金融活动，从金融变现转向数据技术变现，挖掘数据价值。

目前去金融的芝麻信用仍在摸索阶段，**短期内专注于建设信用体系，处于微亏损或盈亏平衡状态，长期以技术输出与平台开放实现盈利。**而非金融领域并非没有盈利空间，对标美国征信巨头 Experian，2015 年其在非金融领域获得 70%的收入，传统金融机构只占比 30%。芝麻信用可在基础企业征信输出基础上，从信用衍生服务中获取利润，如决策分析、市场精准营销等。

图 117：芝麻信用盈利模式

资料来源：宜人智库，Experian 年报，天风证券研究所

4.3.1. 基础企业征信：收取征信产品服务费、平台接口调用费

企业征信业盈利空间较大，美国征信巨头 TransUnion 的企业业务占总业务 65%左右，消费者业务仅占 6%。在**收费方式**上，一是根据订阅期限收费，二是非订阅类收费，具体价格因数据量大小而不同，用户可单次付费购买分析报告等。在**需求对象**上，一是面对 B 端为金融机构大客户输出信用报告，按照报告购买数量分层收取费用，以 Experian 为例，2015 年其全球总收入达到 48.1 亿美元，日均生产 380 万份信用报告，按每份报告约 17 美元的方式收费，信用服务占据约一半的总收入。也根据提供催收、反欺诈服务，按照需求收取产品权限费用，芝麻信用平台接入 B 端客户，可收取接口调用费；二是面对需要查询企业信息的 C 端用户收取会员费。

4.3.2. 信用衍生服务：在信用评估基础上收取增值服务费

该领域盈利空间较大，2015 年 Experian 信用衍生服务收入占比 51%。**决策分析**可从向客户提供评分、检查、决策的软件和系统服务；评分与检查费用以交易为基础，按客户购买量分层收取，技术输出类服务可收取安装费，经常性软件授权费；**精准营销**可提供 B2B 营销信息和分析服务，以交易为基础收费，分层收取数据授权费和订购费。

4.3.3. 技术输出服务：增加技术壁垒，收取数据技术费用与数据平台搭建费用

一是为 B 端机构搭建对接信用平台的数据系统，收取维护升级服务费和数据工具产品费。二是依靠芝麻征信系统建立技术壁垒，在挖掘与再产生数据中不断完善信用模型，扩大市场份额。三是提供统计分析工具和数据分析服务，按功能需要收取费用。

4.3.4. 开放平台服务：收取通道服务费，创造非现价值

芝麻信用联合其他平台，打造“征信+”新业态模式，可收取通道费用和平台中介费用，但更倾向通过大数据和技术输出节约成本，优化了原有行业，衍生出新的商业模式。

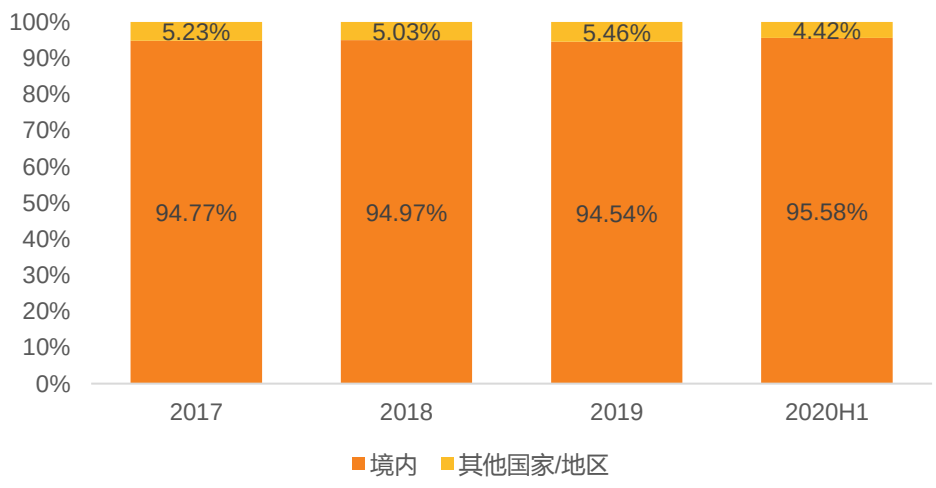
蚂蚁集团战略之二：布局海外投资，建设全球支付网

5. 全球化：构建全球数字支付体系

随着全球经济数字化进程加快，普惠金融的需求亦持续增长。除了国内业务之外，蚂蚁集团持续拓展公司的跨境支付能力，帮助商家和消费者实现“全球收、全球付、全球汇”。公司主要为国内消费者和商家的跨境电子商务、旅游、汇款等需求提供支付服务，同时公司也服务于国际市场的消费者和商家。

蚂蚁集团积极促进消费者与商家之间的连接，截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，**通过公司平台处理的国际总支付交易规模达 6219 亿元**。除支付交易外，公司也提供其他数字化解决方案，使消费者可以享受实时折扣与优惠的同时，帮助商家高效地与其顾客互动。**2017 年、2018 年、2019 年和 2020H1，公司来自境外地区的营业收入占比分别为 5.23%、5.03%、5.46%和 4.42%，主要来自跨境支付及商家服务。**

图 118：蚂蚁集团营业收入分地区构成

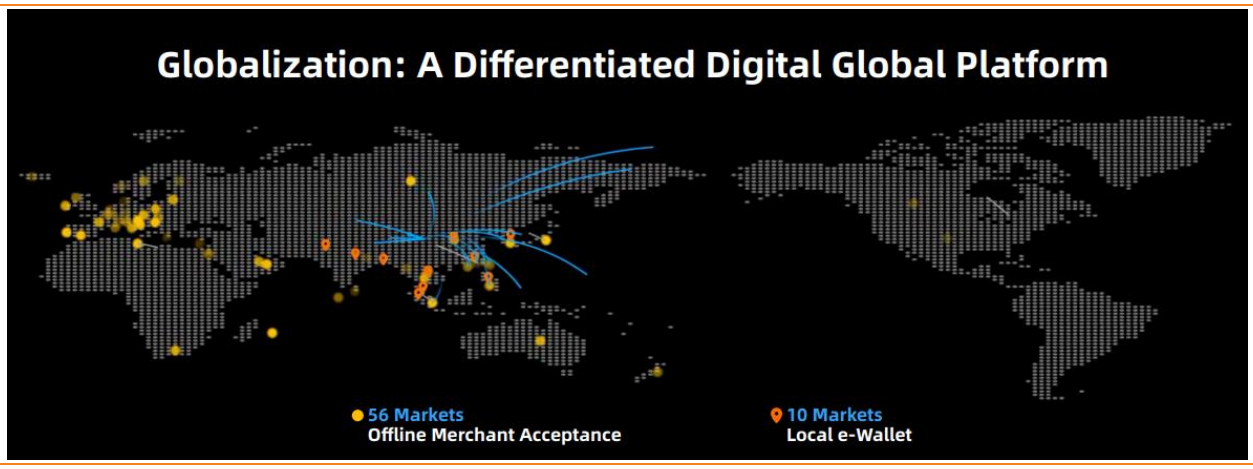


资料来源：蚂蚁集团招股说明书，天风证券研究所

多年来，蚂蚁集团深耕全球数字经济、积极拓展海外布局，**目前全球已有 56 个国家及地区商户可受理支付宝线下支付业务，并且开拓了 10 个本地电子钱包市场（“9+1”布局）。**截至 2020 年 3 月 31 日止 12 个月期间，蚂蚁集团及其全球九个本地电子钱包合作伙伴所

服务的全球年度活跃用户数量已经达到约 13 亿。

图 119：蚂蚁集团全球化布局

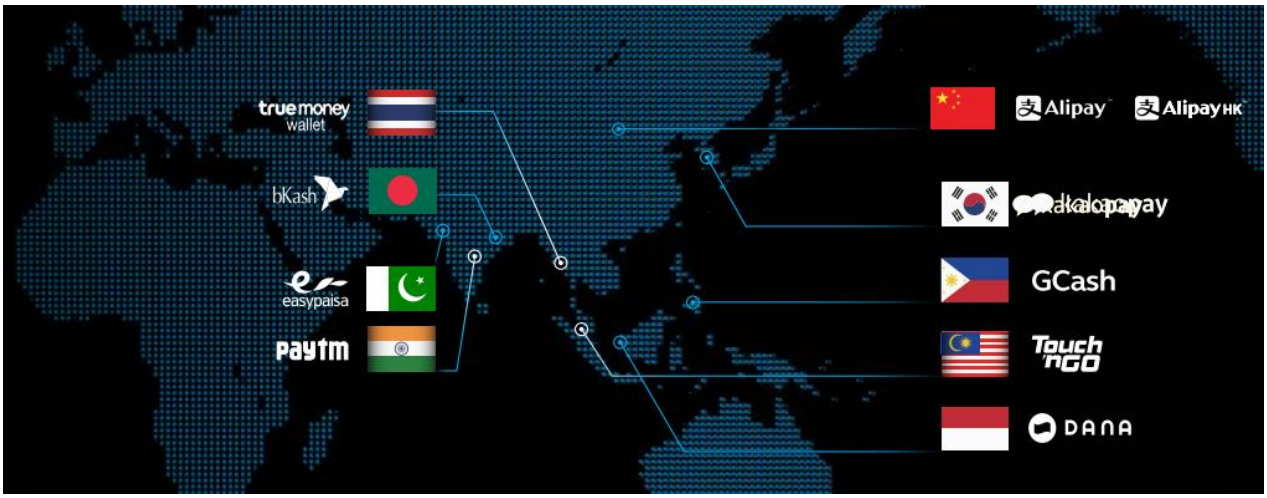


资料来源：2019 阿里巴巴投资者日文件，天风证券研究所

5.1. 积极布局海外投资，形成“9+1”电子支付网络

蚂蚁集团通过分享支付宝的技术和行业专长，帮助合作伙伴培养本地人才，助力全球普惠金融的发展。目前，**蚂蚁集团的本地电子钱包合作伙伴已形成“9+1”布局**，除中国大陆外，境外合作伙伴覆盖印度、泰国、菲律宾、韩国、中国香港、马来西亚、巴基斯坦、印度尼西亚、孟加拉国这 9 个地区。“9+1”电子支付网络主要分布在东南亚，覆盖人口约 36 亿，将近世界总人口的一半，为其提供移动支付和数字普惠金融服务。

图 120：本地电子钱包已形成“9+1”布局



资料来源：2018 阿里巴巴投资者日文件，天风证券研究所

支付宝以“出海造船”的方式把技术输出给当地合作伙伴，**把中国的数字普惠经验带到“一带一路”沿线，选择投资地时集中于人口众多、经济欠发达地区。**2015 年 1 月和 9 月，蚂蚁集团联合阿里巴巴对 Paytm 开展两轮投资，合计 9 亿多美元，占股 40%。印度版“支付宝”Paytm 从最初 2500 万用户发展到 2018 年用户超过 2.5 亿，不仅跃居全球第四大电子钱包，更成为印度人的数字生活方式。

表 32：9 个境外本地电子钱包合作伙伴

合作时间	国家及地区	本地电子钱包	介绍
2015 年 2 月	印度	Paytm	Paytm 钱包是在印度市场处于领导地位的金融服务公司

			Paytm 运营的数字钱包。用户可以使用钱包提供的安全便捷的金融服务，包括缴付账单、充值、转账给家人朋友以及进行线上购买支付等。
2016 年 11 月	泰国	TrueMoney	作为泰国最大电子钱包，TrueMoney 为当地用户提供日常所需的各类：缴水电煤、充话费、去便利店、高速公路，买保险、个人纳税甚至买房首付和公益捐款。
2017 年 2 月	菲律宾	GCash	作为菲律宾最大的电子钱包，全球首个基于区块链的电子钱包间跨境汇款就从 GCash 开始：2018 年 6 月，蚂蚁区块链技术支撑了从中国香港 AlipayHK 到菲律宾 Gcash 的跨境汇款服务。
2017 年 2 月	韩国	kakaopay	作为韩国最大的综合数字金融服务平台，Kakao Pay 已不止于支付，韩国人还能用它来付账单、缴税、买保险、借贷；甚至去中国澳门和日本旅游时，也能使用手机购物。
2017 年 5 月	中国香港	AlipayHK	香港人首选的电子钱包，覆盖线上和线下消费、水电煤缴费等生活场景。用 AlipayHK 香港用户不仅来中国内地和澳门可线下扫码，也能去日本等海外目的地跨境支付。
2017 年 7 月	马来西亚	TnGD	从无到有，Touch ' n Go eWallet 只用 10 个月就在马来西亚排名第一，为用户提供扫码支付、线上支付、转账以及高速路费支付等服务。
2018 年 3 月	巴基斯坦	Easypaisa	参考中国的网商银行“310”贷款模式， Easypaisa 因地制宜地开发了“数字纳米贷”，让超过 60 万巴基斯坦小微用户用上这项本地服务。
2018 年 3 月	印度尼西亚	DANA	2018 年底从零开始，DANA 在 2019 年第二季度一跃成为成长最快的钱包。DANA 致力于推动当地数字化进程，为小微企业提供快捷上线，统一 QR 以及 KYB 实时结账等增值服务。
2018 年 4 月	孟加拉国	bKash	bKash 是孟加拉当地最大的移动金融服务平台，为超过 4000 万注册用户提供安全便捷的移动支付服务，极大地方便了没有银行账户的人们。借助蚂蚁的生物识别技术，bKash 让孟加拉用户也能远程开户用上金融服务。

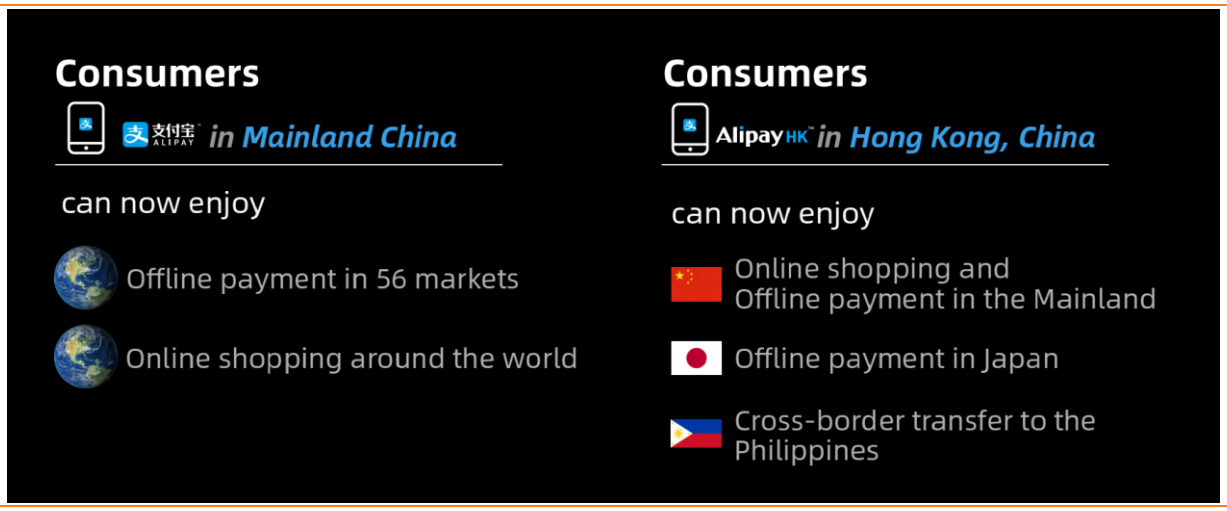
资料来源：蚂蚁集团官网，天风证券研究所

5.2. 推广跨境支付业务，支持多种消费模式

蚂蚁集团跨境支付业务的推广主要从“全球付”和“付全球”两条线路出发。在全球付方面，支付宝与全球金融机构合作，支持商家在速卖通、Lazada、Daraz 和天猫海外等主流国际电商平台服务全球消费者，实现全球付、全球买、全球卖，成为世界电子贸易平台（eWTP）的重要支撑。

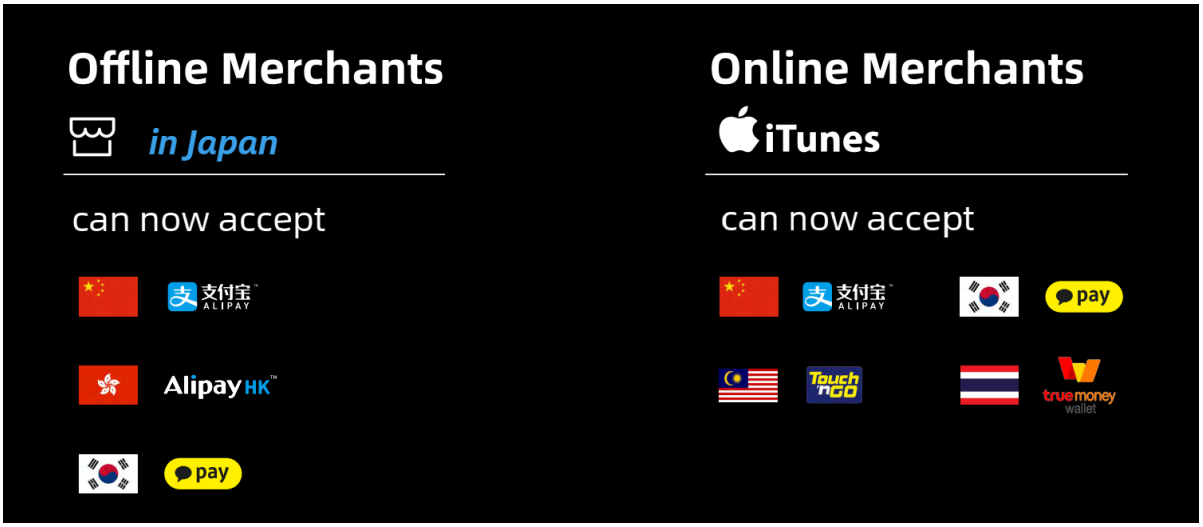
付全球即跨境线下支付业务，让中国游客可在出境时用支付宝消费，也能让国际游客在访问中国时享受移动支付带来的便利。对于用户端，目前中国内地支付宝用户可在 56 个国家及地区使用线下支付，这些地区广泛分布于亚洲、欧洲、北美洲、非洲及大洋洲。对于商户端，以日本线下商户为例，可受理支付宝、AlipayHK、kakaopay 不同的支付模式。

图 121：用户端跨境支付情况



资料来源：2019 阿里巴巴投资者日文件，天风证券研究所

图 122：商户端可受理跨境业务情况



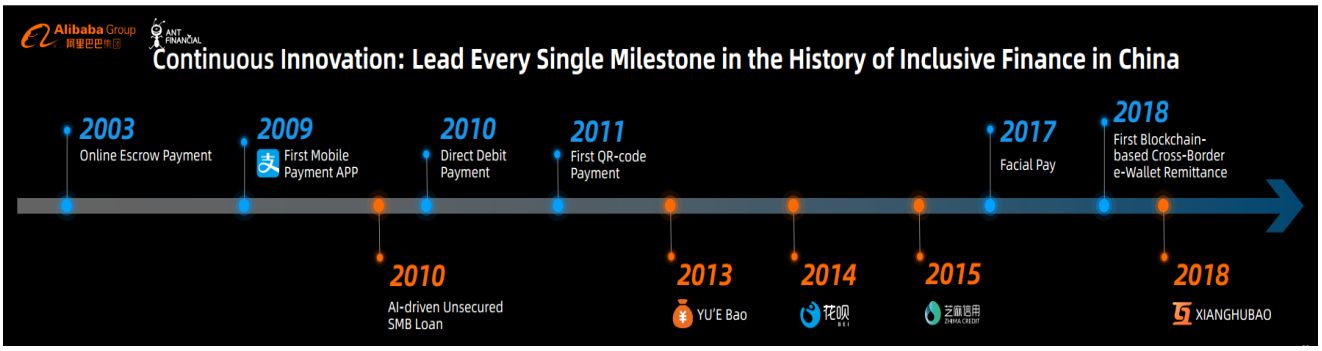
资料来源：2019 阿里巴巴投资者日文件，天风证券研究所

蚂蚁集团战略之三：铺设科技输出，赋能产业发展

6. 科技输出：未来的主力业务，为客户提供多样化的产品与解决方案

蚂蚁集团多年来引领金融领域的科技创新，形成了深厚的技术壁垒。过去十年，蚂蚁集团秉承着“为世界带来更多平等机会”的使命，深耕普惠金融领域，先后推出了支付宝、余额宝、花呗、芝麻信用等业务，为广大的受众群体提供了之前未曾体验过的金融服务，颠覆了传统的支付方式和信用体系。在持续引领金融领域创新的过程中，蚂蚁集团形成了“BASIC”的科技核心，即 Blockchain (区块链)、Artificial intelligence（人工智能）、Security（安全）、IoT（物联网）和 Cloud computing（云计算）五大科技领域，并在这些领域逐渐形成了深厚的技术壁垒，这也为蚂蚁集团未来的科技输出提供了技术支持。

图 123：蚂蚁集团通过持续的科技创新，引领普惠金融的发展



资料来源：蚂蚁集团官网，天风证券研究所

面对监管日益趋严的挑战，蚂蚁集团也正处于从 Fintech 向 Techfin 的转型期，主要业务聚焦科技产品及解决方案输出。Techfin 的概念是利用金融技术去创新金融服务，运用自身技术驱动金融，更加强调了蚂蚁集团自身的“科技”属性，根据蚂蚁集团预测，未来五年内，其技术服务费占总收入的比例将从 2019 年的 50%上升至 80%，科技输出或将成为其未来的主力业务。**目前，经过多年实践经验沉淀，蚂蚁集团已经形成了以数字金融、区块链、监管科技三大领域为主的技术产品与解决方案。**

6.1. 数字金融：助力金融机构向新金融转型升级

蚂蚁集团在数字金融领域主要是为新金融行业提供量身定制的产品及解决方案，助力金融机构向新金融转型升级，从传统 IT 向云计算转型。在这个过程中，蚂蚁集团扮演“科技公司”的角色，利用深厚的技术基础，结合数十年来发展普惠金融的经验，为客户提供完整的 “云 · 端 · 数”的能力。

基于不同金融机构多元化的需求，蚂蚁集团在数字金融领域分别提供了针对银行、保险、证券的定制化解决方案。在银行方面，蚂蚁集团通过互联网银行、移动银行等解决方案，采用互联网的方法和架构，帮助零售银行业务向全面数字化转型，实现了金融业务的“在线化，智能化，生态化”。例如蚂蚁集团与南京银行共同搭建了“鑫云+”平台，对中小企业金融、个人金融等方面的数据模型和数据应用进行了探索，并通过云服务向南京银行发起设立的鑫合金融家俱乐部里的 119 家中小银行输出技术、业务和场景；在保险方面，蚂蚁集团提供了数据中台建设和保险基础设施上云等解决方案，依托阿里云的技术基础，为保险企业提供数据中台内容建设，数据资产管理和数据智能研发等服务，目前已帮助中国太平、长安保险等公司实现全系统上云；在证券方面，出于当下证券行业服务同质化严重的现状，蚂蚁集团关注了证券公司在拓展新用户、深挖近存量用户价值等方面的难点，通过整合分析客户内外部数据、建立客户标签、勾勒客户画像，让证券公司可以实行精准的客户营销，并实现客户的精细化运营和服务。

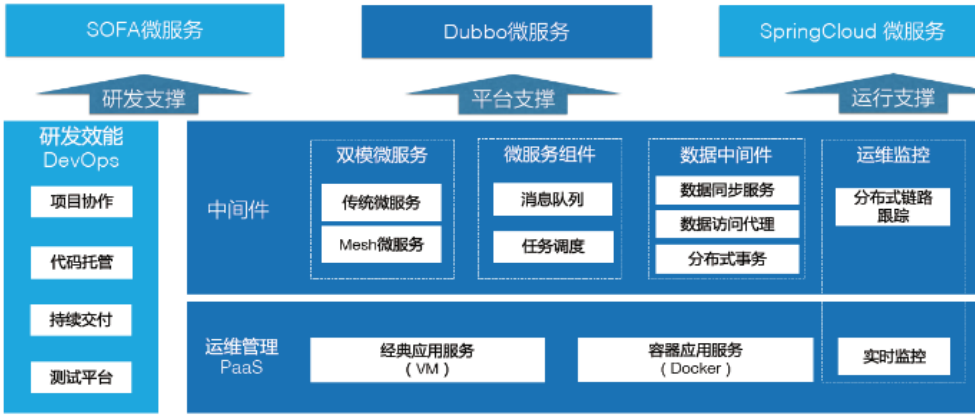
表 33：蚂蚁集团数字金融领域产品与解决方案

产品	金融分布式架构	金融分布式架构 SOFAStack、分布式金融核心套件
	移动开发	移动开发平台 mPaaS、小程序云应用服务
	金融分布式数据库	分布式关系数据库 OceanBase、分布式图数据库
	金融安全	金融风险引擎、业务反欺诈
	金融智能	金融信息平台、智能营销平台、数据智能研发平台、数据洞察分析平台、智能舆情平台、数据智能决策平台、数巢、支付宝云支付
	智能应用	智慧网点
解决方案	数字银行解决方案	移动银行、互联网银行、分布式银行核心、智慧银行、互联网金融中台
	数字保险解决方案	保险数据中台、保险上云、保险智能客服
	数字证券解决方案	证券行业智能营销、证券行业行情云

资料来源：蚂蚁集团官网，天风证券研究所

将蚂蚁集团为客户提供的定制化解决方案拆解到产品层面，可以得知其主要依托与阿里云强强联手孵化的金融分布式架构 SOFAStack、移动开发平台 mPaaS、分布式关系数据库 OceanBase 等产品。蚂蚁集团旗下所有产品技术都经过蚂蚁集团自身严苛金融场景的验证，使金融交易技术在保证风险安全的同时，帮助业务需求敏捷迭代，满足异地容灾、低成本快速扩容的需求，从而从技术层面支撑金融业务的创新。例如分布式架构产品 SOFAStack 的前身是蚂蚁集团内部发展十多年的金融级分布式中间件 SOFA，通过金融场景里的不断锤炼完善，目前已包含构建金融级云原生架构所需的各个组件；而移动开发平台 mPaaS 为移动开发、测试、运营及运维提供云到端的一站式解决方案，能有效降低技术门槛、减少研发成本，特别是基于该平台的小程序开发框架可满足当下各类 APP 搭建小程序的旺盛需求。预计未来还会有更多的数字金融产品依托阿里云的技术基础对外输出，使蚂蚁集团技术服务收入占比稳健上升。

图 124：金融分布式架构 SOFAStack 的整体产品架构



资料来源：蚂蚁集团官网，天风证券研究所

6.2. 区块链：始于区块、链接产业，上链量或将成为衡量数字经济的重要指标

蚂蚁集团已将旗下区块链业务正式升级成“蚂蚁链”，日“上链量”超 1 亿次，使其在解决商业信任问题上更加游刃有余。蚂蚁集团将区块链定义为重塑信任的基石，坚信任何缺乏信任的场景都有区块链的用武之地，秉承着始于区块、链接产业的宗旨，专注于用区块链技术来服务实体经济。根据中国专利保护协会发布的《2020 年区块链领域全球授权专利报告》显示，截至 2020 年 5 月 14 日，区块链领域在全球范围内共有 3924 件授权专利，其中阿里巴巴以 212 件区块链授权专利数位列全球第一。

蚂蚁集团在区块链领域提供了更为丰富的解决方案，跨出金融科技领域，将区块链技术运用到多样化的场景。蚂蚁链不仅可以将金融企业客户的资金、凭证等资产数字化，还能服务于政务民生，依托区块链不可篡改，可溯源等特性，助力各级政府机构的信息共享和信息保护，提高各级政府治理工作的协作效率，例如浙江省财政局的票据业务已上蚂蚁链。对于其他行业，蚂蚁链可以提供更为普适的区块链服务，例如运用区块链技术实现商品溯源数字化，促成商品供应链各环节的信息共享，提高正品的可信度；抑或是通过合同上链，实现签署各方链上签约、管理合同全生命周期，杜绝萝卜章的同时，大幅简化签约流程。

表 34：蚂蚁集团区块链领域产品与解决方案

产品	BaaS 平台	蚂蚁区块链 BaaS 平台、蚂蚁开放联盟链
	技术服务	跨链数据连接服务、分布式身份服务、可信计算服务、应用速搭平台
	增值服务	区块链合同、蚂蚁区块链授权宝、链上风控服务、可信身份认证
	多方安全计算	蚂蚁摩斯多方安全计算
	可信存证	可信存证服务
解决方案	金融解决方案	双链通供应链金融服务平台、双链通资产管理平台、蚂蚁摩斯联合风控、蚂蚁摩斯联合营销

政府解决方案	区块链发票流转、区块链票据流转、区块链电子证照、可信数据服务平台
其他行业解决方案	区块链溯源营销、区块链版权、区块链融资租赁、区块链数字物流、区块链数字仓单、职业资格认证、区块链资金监管平台、远程招投标平台、区块链处方流转、医疗健康服务平台
综合解决方案	数字商品协作网络、区块链积分营销、区块链公益善款追溯、时间银行养老公益、集分宝

资料来源：蚂蚁集团官网，天风证券研究所

蚂蚁链为客户提供的多样化解决方案支持，主要基于其自主研发的蚂蚁区块链 BaaS 平台。由阿里巴巴达摩院金融科技实验室提供技术支持的 BaaS 平台在跨网络、跨不同云的平台上，以及跨公有云和用户 IT 环境的场景下，提供了相应的支撑和自动化的部署能力，帮助客户及合作伙伴快速轻松的搭建各类业务场景下的区块链应用。目前已经落地超过 50 个区块链应用场景，全方位覆盖金融、政府、银行、医疗、生活、零售、通用服务等众多行业，真正实现始于区块、链接产业的初衷，助力实体经济发展。

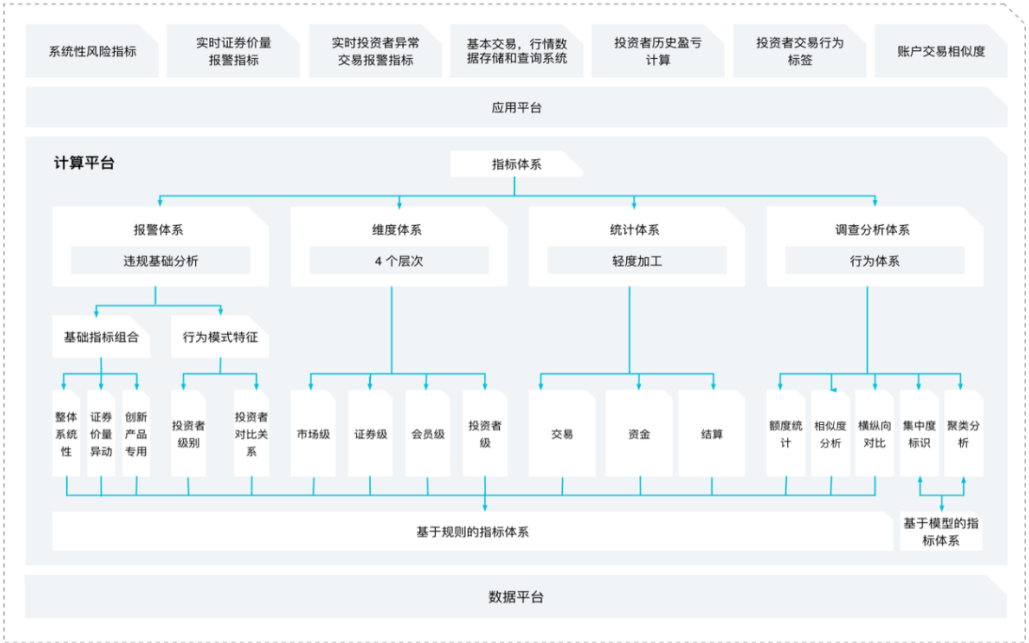
在数字经济时代，上链量将成为衡量数字经济的重要指标。2019 年作为区块链快速落地的元年，众多的应用纷纷从 POC 的阶段开始转为规模化的商业应用，但由于技术复杂，区块链应用开发对小企业来说还是可望而不可即。为解决这个问题，蚂蚁集团从去年底开始开发开放联盟链，全面开放蚂蚁区块链的技术和应用能力，降低中小企业上链门槛至数千元。

2020 年 5 月，招商局港口集团股份有限公司与阿里巴巴集团、蚂蚁集团签署战略合作框架协议，三方将共同促进港口产业与数字技术的深度融合，把招商局港口打造成全球首个基于区块链的数字港口。作为中国最大公共码头运营商，招商局港口将带动港口上下游涉及的贸易、物流、税务等多方参与者将共同迈进数字化新征程，上链量的指数式增长已不遥远。

6.3. 监管科技：以科技的力量提供全新的监管方式

蚂蚁集团总结其十余年的金融风险攻防经验，利用人工智能、大数据、云计算和区块链等前沿科技手段，整合各地金融监管实践，建立了完善的智能监管科技系统。此前，为了推动落实监管科技 3.0，上交所技术公司已与蚂蚁集团、阿里云签署《监管科技战略合作协议》，三方将合作构建监管科技平台，为上交所技术及行业用户提供防控风险、稳定发展的监管科技支撑。

图 125：证券交易监管核查解决方案的业务架构



资料来源：蚂蚁集团官网，天风证券研究所

目前通过金融风险预警平台、行业监管平台等产品，蚂蚁集团辅助地方监管部门实现了对非法活动的实时、非现场监管。此外天弘基金等金融公司也广泛运用蚂蚁集团大数据安全平台作为数据保护伞，精确地识别敏感数据，并对于高危访问行为，进行识别和可视化展示。

表 35：蚂蚁集团监管科技领域产品与解决方案

产品	大数据安全平台、金融风险预警平台、企业关联关系查询、金融风险举报处置平台、行业监管平台、决策参谋平台、综合金融服务平台、反洗钱监测平台、企业财务造假识别、企业债券评级预警、企业动态预警、监管合规平台、LINK 关系分析平台
解决方案	地方金融综合监管服务平台、证券交易监管核查、金融数据安全、智能反洗钱服务、蚂蚁金融服务平台

资料来源：蚂蚁集团官网，天风证券研究所

风险提示：

监管政策风险：公司的服务覆盖金融服务行业的多个方面，面对新的法规和监管环境，公司不能保证始终能对业务做出及时调整以应对合规要求。

业务开拓不及预期：行业的发展变化要求公司不断开拓新市场、调整商业模式和战略规划。如果公司无法通过创新来应对和适应行业发展变化，公司的经营状况和发展前景将会受到重大不利影响。

跨境业务风险：公司无法保证能够在全球不同市场提供定制化的产品与服务，加上地缘政治紧张或保护主义等因素，都会影响公司跨境业务的发展

技术基础设施风险：如果无法有效维护和升级公司的技术基础设施，将可能导致系统意外中断、响应时间缓慢、用户体验较差等不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。